富可敌国

对冲基金与新精英的崛起

MORE MONEY THAN GOD

[美] 塞巴斯蒂安·马拉比(Sebastian Mallaby)◎著　徐煦◎译

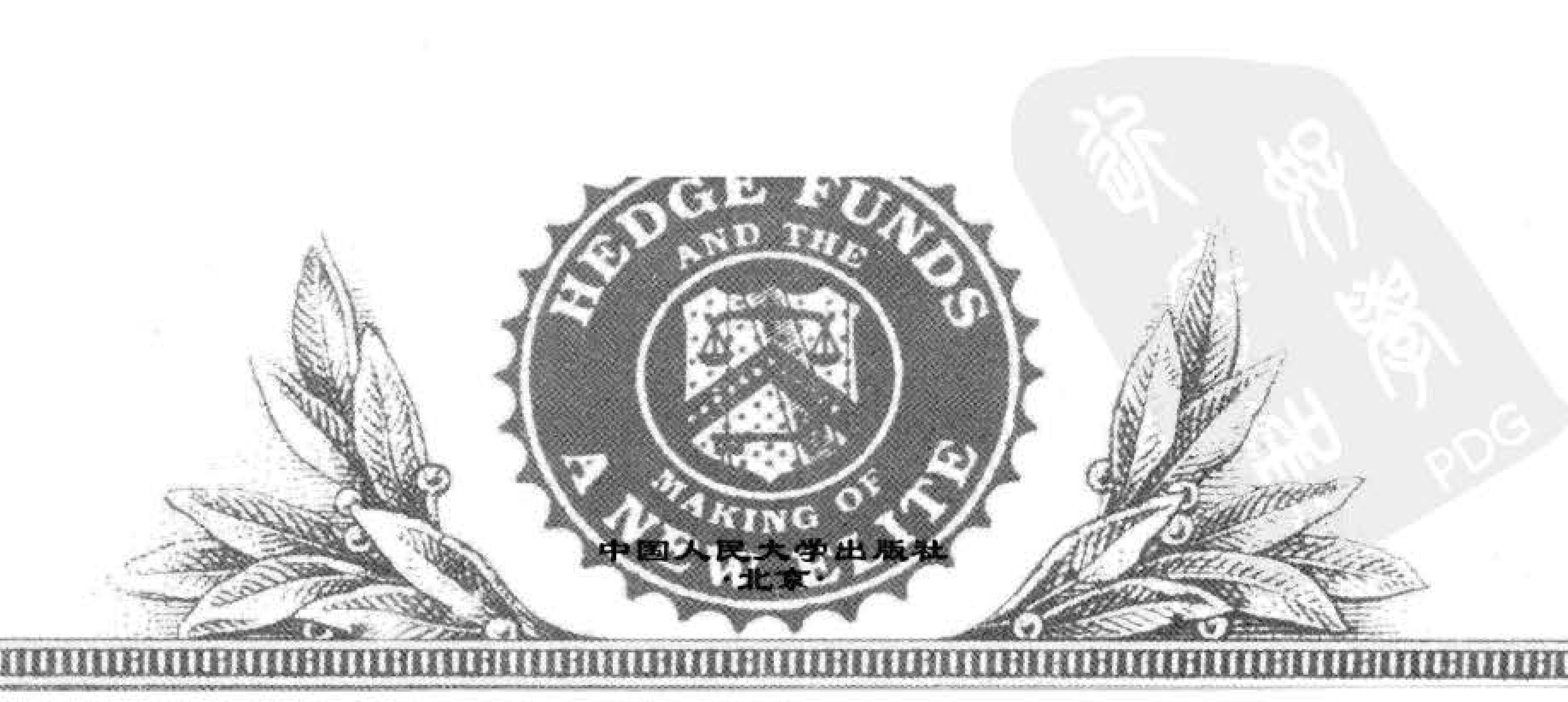


中国人民大学出版社



对冲基金与新精英的崛起

MORE MONEY THAN GOD



中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目（CIP）数据

富可敌国：对冲基金与新精英的崛起 /（美）马拉比著；徐煦译. —北京：中国人民大学出版社，2010.12
ISBN 978-7-300-13065-1

Ⅰ.富… Ⅱ.①马… ②徐… Ⅲ.①对冲基金-基本知识 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 230869 号

富可敌国：对冲基金与新精英的崛起

[美] 塞巴斯蒂安·马拉比 著
徐煦 译

Fu Ke Di Guo: Duichong Jijin yu Xin Jingying de Jueqi

出版发行	中国人民大学出版社		
社　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　址	http:// www. crup. com. cn		
	http:// www. ttrnet. com（人大教研网）		
经　销	新华书店		
印　刷	北京京北印刷有限公司		
规　格	170 mm × 230 mm 16开本	版　次	2011 年 1 月第 1 版
印　张	23.25 插页7	印　次	2011 年 3 月第 2 次印刷
字　数	362 000	定　价	59.80 元



虽然饱受诟病，却在金融市场上到处斩获财富；虽然有进攻性，却成为2008年金融危机中避险最成功的幸存者！虽然只有60多年的历史，却早已成为全球金融市场一支独特的、不可忽视的力量！对于正在走向开放的中国金融市场，以及迫切需要开拓全球化视野的中国金融业人士来说，认识对冲基金的历史、学习对冲基金的运作手段、掌握对冲基金的投资艺术，具有非常重要的现实意义！

滕泰

民生证券副总裁、首席经济学家

马拉比以轻松的语气讲述了对冲基金行业一系列神奇的人物，在书中他提出了一个非正统却令人信服的结论：对冲基金资金如此庞大，它们很可能是当今社会用于承担风险的最好工具。

罗杰·洛温斯坦

畅销书《巴菲特传》作者

马拉比关于对冲基金的历史写得很好，充满睿智，取材得当。

格里高利·曼昆

哈佛大学终身教授，《经济学原理》、《宏观经济学》作者

当阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯创立第一只对冲基金时，他根本不知道它会何去何从。马拉比肯定是现阶段对对冲基金行业最敏锐的研究者，在书中，他将他的观点娓娓向你道来。

艾伦·布林德博士

美国经济学家，前美联储副主席，普林斯顿大学经济学教授

这是一部引人入胜的历史。马拉比对关键人物做了生动的描述，同时也对不同金融历史时期、不同投资风格的优势根源进行了深入的讨论。我向学术界及资产管理领域的

同仁和学生强烈推荐这本书。

约翰·坎贝尔

哈佛大学经济系主任，阿洛斯瑞特资本公司合伙人

马拉比将我们带入对冲基金这个神秘的领域，讲述了一个精彩的故事，描述了这个行业参与高风险游戏的丰富多彩的人物。从头至尾，马拉比都以其惯有的睿智，帮助我们理解金融业中这个非常重要的转变。

法里德·扎卡里亚

《后美国世界》作者

非常好的书。

大卫·布鲁克斯

《纽约时报》专栏作家

现在，对冲基金已经改变了金融结构，并将继续改变金融结构。马拉比对相关金融理论有敏锐的洞察力，本书对这个鲜为人知的行业做了最全面、最权威的描述。

《华尔街日报》

马拉比以戏剧化的手法将那些奇闻逸事呈现给读者，他深入了解了交易者的想法，对这个行业的起起落落进行了精彩的描述，极大地增加了本书的可读性。

《金融时报》

在《富可敌国》一书中，马拉比记录了对冲基金业辉煌的历史。他不只解释了最有钱的大亨们如何赚钱，还指出，对冲基金业之所以具有吸引力，是因为它既可能会拯救华尔街，也可能是华尔街的未来。

《纽约时报书评》

这是一部权威的对冲基金史，本书对许多著名人物和他们充满戏剧性的起伏做了引人入胜的描述。马拉比将叙述与经济理论和市场历史进行了非常适当的穿插，而且他巧妙地用简单而优雅的文字解释了复杂的交易策略。

《华盛顿邮报》

本书是对冲基金英雄的深入研究史，讲述了一个又一个关于这个神秘群体的扣人心弦、引人入胜的故事。他们开创了一个成功且灵活的行业，没有他们，金融业仍将是因循守旧的。

《经济学人》

马拉比的书内容丰富，可读性强。数十亿美元的交易账目和奢侈的生活方式甚至可能引诱你转行。

《新闻周刊》

马拉比将专业知识与生动的讲述很好地结合了起来，是对一个鲜为人知的金融领域生动刺激的描写。

《科克斯评论》

这里一本极其令人满意的书，是一部金融市场最前沿的、最引人入胜的历史，描述了危机出现时这些鲜为人知的机构扣人心弦的经历。

《卫报》

这是一部精彩、权威的对冲基金史。

《爱尔兰独立报》

马拉比的深入研究和清新的写作风格很吸引人。《富可敌国》一书深入剖析了对冲基金这个赚钱的行业，是当前最好、最引人入胜的金融书籍之一。

《财经专业邮报》
纽约证券分析师协会内部出版物

本书含有丰富的信息，介绍了许多逸事，内容清晰明了，可作为其他金融作家的典范。

《星期日商业邮报》

《富可敌国》一书是关于美国最赚钱的投资工具的专业入门书。马拉比的书见解精辟，内容丰富。他是一个讲故事的高手，也是一位优秀的财经作家。

全美公共广播电台

对冲基金：智慧的独行侠，还是捣乱的坏孩子

巴曙松 研究员
国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师
中国银行业协会首席经济学家

关于对冲基金，市场最为津津乐道的，要么是它们如何在动荡不居的金融战役中获得巨额财富、对冲基金经理每年获得的数以亿美元计的丰厚奖金以及这些对冲基金经理个人的传奇般的才能，要么是它们如何成为金融稳定的巨大冲击力量，密谋于暗室，以令人出其不意的操作手法，冲击政府的政策与市场的防线。

这样两个完全对立和迥异的形象——智慧的独行侠还是捣乱的坏孩子，在这次席卷全球的金融危机中，几乎同时得到了集中的展现：我们一方面可以看到许多对冲基金在金融危机的冲击下依然盈利丰厚，我们同样也看到监管者把不少危机的导火索归结为对冲基金。

实际上，许多关于对冲基金的几乎矛盾的看法，都源自对这个有些神秘的投资群体的不了解。因为信息披露有限，公众可以获得的关于对冲基金的信息与资料往往是凤毛鳞角，各种误读当然也就难以避免。我曾经见过几个全球较大的对冲基金，它们的办公室往往不在繁华的中心商务区，而是在一般的公募基金很少去的安静场所，一家全球较大的对冲基金在中国香港的公司，实际上就是在一个居民小区办公的。

正是在这个意义上，这本关于对冲基金的著作凸显了其独特的价值。

本书跨越了更长的历史，包含了众多传奇对冲基金经理的故事，并且将离我们最近、破坏力最强的全球金融危机中这些对冲基金生死存亡的故事也鲜活

地展现给读者，为读者带来了难得的一线市场体验。无疑，本书精彩地讲述了对冲基金经理这一神秘群体的奇闻逸事。作为一名研究者，在饕餮这些精彩故事之余，我更加关心的是对冲基金行业背后发展的轨迹，以及这一产业对于全球金融市场的作用。因此，我将从专业金融研究的视角，剥离掉精彩的故事细节，对对冲基金与前沿金融理论的发展之间的关系进行梳理，希望能够为读者提供一定的指引。

证券收益率的决定因素

$$r_{it}=\alpha_i+\beta_{i1}f_{1t}+\Lambda+\beta_{iK}f_{Kt}+\varepsilon_{it}$$

这是证券定价的核心公式。在该公式中 r_{it} 为 i 证券在 t 期的收益率，f_{Kt} 为 K 因子在 t 期的收益率，β_{iK} 为 i 证券对 K 因子的因子暴露，α_i 为 i 证券的特殊因子，ε_{it} 为 i 证券在 t 期的随机误差项。

投资的核心在于对证券未来收益率的预测，通俗的来说，这一过程就是先分析清楚股票为什么涨跌，再对未来的涨跌进行预测。学术界和实务界通常的做法，是将收益率与一系列因子建立回归关系，认为证券未来的收益是由这些因子的波动解释的，这些因子未来的变化率由于有基本面的逻辑支撑，相对比较好预测，通过预测因子的变化就可以对证券的收益进行预测。

有效资本市场理论的演变

在寻找证券收益率决定因素这一方面，对冲基金扮演的角色犹为积极。对冲基金构建属于自己的证券定价公式的过程，也是对前沿金融理论贡献想法和检验想法的过程。可以说，**对冲基金投资策略发展的历程，基本上反映了有效资本市场理论40年来的演化。**

有效资本市场假说较早的理论基础可以追溯到哈耶克（Hayek），概念的成型则以法玛（Fama）为代表。有效资本市场假说认为，证券市场是充分有效的，风险是决定投资回报的唯一因素，市场上不存在系统性的错误定价，投资者也不能利用任何信息（会计信息、价格信息或其他信息）取得超额回报。**在充分有效的市场中，证券投资的最优选择是持有市场指数基金。**市场保持有效的状态，有赖于套利活动。套利活动往往不仅涉及买入证券，大部分时候，套利者需要

同时做对冲交易，以控制买入证券所承担的风险。**对冲交易就是在买入一部分证券的同时，卖空风险相同的另一部分证券。这两部分证券的风险相同，同时买入和卖空可以对冲掉交易中涉及的风险。**同时套利者还可以理论上使用卖空得到的资金买入证券，所以套利者的活动既不需要资本，也不承担风险，但是可以取得从错误定价的股票上赚来的回报。**在聪明人云集的证券市场中，这种无风险的超额回报是不可能存在的，所以在无成本、无风险的套利活动的“威胁”下，错误定价在市场上不存在，市场也保证是有效率的。**

近几十年来，有效资本市场假说是统计会计学、金融学研究的基本思想，也有相当多的文献验证了该假说的准确性或近似准确性。但是，进入20世纪80年代以后，一些学者发现了若干系统的、不符合有效资本市场假说预测的实证证据。**有效资本市场假说一个最根本的预测是股票的预期回报是由其风险水平决定的，投资者不能够通过其他变量构建投资策略，系统地取得超过风险回报（或正常回报）的超常回报。**然而，市场中出现了诸多违反有效资本市场假说预测的现象，由于有效资本市场假说的统治地位，所以学术界把违反了其预测的现象称为“异象”。大致来说，市场关注的异象至少包括：

- **市场规模异象，在控制了市场风险以后，市值小的公司未来回报系统地高于市值大的公司的回报。**该现象之所以异常是因为公司规模本身不是一个风险因素，所以从理论上来说，不应该在控制了公司风险以后有预测未来回报的能力。
- **盈余、股东权益、账面价值、现金流等会计指标除以市值的比率异象。**这些比率越大，未来回报越高，反之亦是，从而可以预测未来投资回报，但是这些指标本身并不是风险因素，不应该具备预测未来回报的能力。
- **反转异象、惯性异象、盈余公告后漂移异象、应计异象和稳健会计政策异象。**这些异象的共同点都是投资者不能够对公开的历史会计或价格信息做出正确反应，或者反应过度，或者反应不足，这又导致了股票的未来回报可以实现预测，并且即使控制了风险以后，还有可以预测到的超额回报。

这些异象的发现，直接挑战了有效资本市场假说的基础，因为如果该假说

成立，市场上就不会出现系统的错误定价和异象。因为一旦出现错误定价，投资者就会马上通过反向操作的套利行为利用错误定价取得超额回报，并在这个过程中迅速纠正错误定价，使市场马上恢复有效性。但是，以上异象的存在时间都很长，从几个月到几年，这表明错误定价是可以持续存在的，投资者可以通过财务报表分析或证券分析发现市场上的错误定价，并通过套利策略取得超额回报。

不仅学术界的异象研究构成了对有效资本市场假说的挑战，投资行业积极投资基金的发展本身就是对有效资本市场假说的挑战。如果市场是充分有效的，理性的投资者应该只投资于指数基金，而不应该花费更高的费用投资于积极投资基金。**积极投资基金的目标就是要利用专业人士的技能，发掘市场上的错误定价，取得超过风险回报的超额回报。**如果市场是充分有效的，显然积极投资策略都是徒劳的，所以，很难想象几十年来，投资者不断把资金投入到徒劳的行为中去。

面对异象研究的挑战，以法玛为代表的有效资本市场学派进行了大量开创性的研究，继续捍卫有效资本市场学说。他们最重要的论据是风险的衡量问题。在 1970 年的文章中，法玛教授就提出了检验有效资本市场假说的一个重要困难，任何这样的检验都不可避免的是一个对市场有效性和风险衡量模型的联合检验。CAPM 模型只是衡量风险的理论模型的一种，我们无法知道它是否抓住了企业的全部系统性风险。所以，当检验市场有效性的时候，如果出现了异常回报，我们很难因此做出市场是无效的结论，因为也有可能是 CAPM 没有充分的控制住企业的系统风险，因此异常回报只是对我们观察不到的。而且 CAPM 衡量不到的系统风险的补偿，而不是超额回报，这也不是市场无效的证据。

此外，为了回应异象研究的挑战，法玛和弗伦奇（French）拓展了 CAPM 模型，在实证数据的基础上提出了拓展的 Fama–French 三因素资本资产定价模型。三因素除了包括市场风险因素以外，又纳入了市场规模因素和账面与市值比因素。市场规模因素认为公司的市场规模也是一个和市场因素独立的风险因素，而账面与市值比因素认为这个指标也是一个和市场风险因素独立的风险因素。**在控制了三因素之后，法玛和弗伦奇发现规模异象和盈余、股东权益、现金流市值比异象的超额回报都不存在了。**因此，这些异象不能说明市场是无效的。

卡哈特（Carhart）在三因素模型的基础上，又增加了动量因素，形成了四因素模型。之后，还有更多的因子被吸收进来，多因素模型逐步发展成为解释证券收益的基本形式。目前业内广泛使用的Barra多因素模型，包括波动率、规模、动量、交易活跃度、价值、成长、财务杠杆、下行波动率、本地市场等9大类因子，每类因子中又包含多个指标，这一多因素模型的因子很多都是由对冲基金的投资策略演化而来，而Barra模型的创始人巴尔·罗森伯格（Barr Rosenberg），本身也是量化投资革命的引导者，他创造性的将马科维茨、夏普、托宾等人的理论进行包装，以多因素模型的形式应用于投资实务，将理论更好的应用于实践。

关于有效资本市场理论的相关争论，似乎正在演变成为一个无解的问题。一方面，根据格罗斯曼－斯蒂格利茨悖论（Grossman–Stiglitz），从反证的角度，说明现有的资本市场不可能达到有效市场。**因为信息是有成本的，而有效市场中由于股票价格有效，投资者就不会去收集和分析信息，从而股票价格不能有效的反映股票的价值，因此，有效市场的均衡状态永远不可能出现。**另一方面，根据法玛提出的联合检验的问题，有效市场又可能是一直存在的，只是没有找到正确的衡量风险的方法。所有CAPM模型无法解释的收益异象很有可能只是CAPM模型没有完全包括相关的风险因素，通过对CAPM模型进行扩展，将此类风险因素包含进来，就可以消除异象。如此一来，所有的异象都可以采用这种方法加以消除。但是这类方法存在根本的缺陷，例如规模因子、价值因子、动量因子等更多的是一种统计性指标，并没有坚实的经济理论支持，将这类统计性因子加入到系统之中，很有可能产生“虚假回归”。

对冲基金的有效市场理论实践

关于有效资本市场的争论虽然经过几十年仍然没有取得定论，但是这丝毫没有影响对冲基金的实际操作和前沿探索。根据对冲基金对有效市场的理解，它们认为，在长期中，随着各种信息在市场中的有效反映，市场是趋于有效的，**但是在短期，市场中存在着大量的无效情况，这些无效情况可以提供无风险的套利机会。**这些超额收益如同诱饵一般，吸引拥有特殊信息的投资者进入到场内进行套利操作，他们在取超额收益的同时，也将新的信息传递到了市场。

在投资实践中，**对冲基金首先建立属于自己的证券收益解释模型，**在建立

了该模型之后，就如同找到了衡量资产价格的标尺，可以用标尺来判断不同资产价格的合理程度；**第二步，可以利用标尺来获取收益**。一方面，可以利用市场对不同证券的低估和高估，通过买入低估的证券、卖空高估的证券，之后等待市场修正这一定价错误，以此来套利。另一方面，对冲基金也会利用市场的错误，成为趋势投资者，利用市场趋势来获取收益。对冲基金这两种获取收益的行为，使其成为有效资本市场状态的稳定器和破坏者。

目前对冲基金的主流投资策略中，大多是根据套利交易性质和投资异象的特征来加以区分的。

股票多空策略（Long-short）。该策略是最为传统的对冲基金策略，根据对冲基金的模型，对股票价格的合理程度加以评估，做多低估的股票，做空高估的股票、待估价错误修正的过程来获取收益。

兼并套利策略（Merger Arbitrage）。该策略认为在公布兼并信息之后，被收购公司相对收购公司获得超额收益，通过做多被收购公司、做空收购公司，可以在公告之后获得超额收益。

可转换套利（Convertible Arbitrage）。买进可转换债券，并卖空标的股票，行使转换权等同于回补空头头寸，在可转换债券及标的股票的价格偏离均衡水平时会有利可图。

统计套利（Statistic Arbitrage）。该策略根据历史数据，统计出几种证券之间的相互关系，一旦现实市场偏离了历史数据关系，就进行交易以套利。

对冲基金的考核机制

对冲基金从事上述金融理论前沿探索并不是因为它们富有研究热情。**虽然对冲基金行业吸引了多位诺贝尔经济学奖获得者和专业的金融研究者，但是它之所以能够成为金融研究的先锋力量之一，还在于其对投资业绩的追求**。对冲基金最大化风险调整后收益的行为与寻找能够更好的解释证券收益率的因子，以及寻找更多的解释因子的金融理论前沿探索行为在本质上是一致的。

格里纳尔德（Grinold）和卡恩（Kahn）提出了“积极管理的基本法则”：$IR=IC\times\sqrt{BR}$，其中信息比率 IR 是衡量积极管理的、使用最为广泛的风险调整后指标，其分子是相对业绩基准取得的超额收益，即“α”，其分母是相对业绩基准的跟

踪误差。在与业绩基准偏离一定的情况下，获得的超额收益越高，则该基金经理的投资能力越高。对于对冲基金而言，由于大部分追求绝对收益，将业绩比较基准更换为无风险收益率，则 *IR* 就演变为夏普比率（*SR*），该指标是对冲基金行业使用最为广泛的业绩评价指标。对于对冲基金经理来说，提升夏普比率的两个途径，一是提高信息系数（*IC*），即寻找对股票收益解释能力更加显著的因子；二是提高宽度（*BR*），即寻找更多的因子，并且这些因子与已有因子的相关性不高。

将个股收益的多因子模型与基本法则两者结合可以看到：

- IR^2 近似等于多因子模型的拟合优度 R^2，即该基金经理对股票收益的解释能力越高，则最终获得的投资业绩越好；
- *BR* 是多因素模型中因子的数量；
- IC^2 是每个因子对拟合优度贡献的平均值。

这意味着，对冲基金经理能够更加有效的解释证券收益，也就能够获得更好的投资业绩。因而，**对冲基金从本质上来讲，具有更加直接的动力来寻求对证券收益更好的解释**。一方面是在现有解释因素的基础上，寻找新的解释因子，其核心工作就是寻找并检验这些投资“异象”，检验它们是否真的是异象，还是只是现有解释因素的不同表现形式。**如果对冲基金能够成功找到这类因子，虽然受制于“联合检验”的框架，这些新因子的发现对于证明资本市场有效性并不会有太多的帮助，但是从获取投资收益的角度来看，那就如同发现了金矿。**

对冲基金的行为金融学实践

对于另一类投资异象，即投资者对于公开信息或历史信息处理过程中出现的反应不足或反应过度产生的超额收益，对冲基金也在行为金融学的帮助下，发掘其中的超额收益。行为金融学正是一个研究什么时候、什么情况下、为什么价格会偏离或继续偏离内在价值的新兴学术领域。在行为金融学看来，市场上除了聪明的投资者，还有噪音投资者。聪明的投资者是指那些能够正确理解信息并进行交易的投资者，而噪音投资者是指那些以为自己（但实际上没有）正确理解了信息的投资者。当然，一个投资者可以在面对这条信息时是聪明的投资者，而在面对另一条信息时是噪音投资者。

噪音投资者是造成错误定价的原因。**第一，他们不能根据“贝叶斯法则”（Bayes）处理信息，修正自己对股票价值的看法（belief）；第二，即使他们正确处理了信息，其投资决策却不符合“萨维奇（Savage）效用法则”（偏好，preference）**。这两种问题都推动股票价格系统性的偏离价值。不能够根据“贝叶斯法则”处理信息的原因是噪音投资者容易受心理偏差的影响，他们过度自信、过于乐观、过度反应或反应不足，容易盲从，受所谓“羊群效应”的影响等。投资决策不符合“萨维奇效用法则”是因为投资者的个人心理好恶影响投资者的偏好。前景理论很好的描述了投资者的偏好，投资者不能够理性地看待公司的价值，而是在面对获得时规避风险，但是在面对损失时又偏好风险，行为不一致。

行为金融学大量借用了心理学中的研究成果，证明投资者在处理信息和投资决策过程中发生的系统性偏差及其对股票定价的影响。**对冲基金在行为金融学的帮助下，形成了相应的投资策略，利用其他投资者的错误行为来获取投资收益**。例如，很多对冲基金参与高频交易，利用高频交易模型来对市场中的新信息做出反应或者捕捉短期的价格波动。而在高频交易中，投资者经常会表现出错误的行为特征，对冲基金就利用其他投资者的错误来获取收益。有几个非常著名的对冲基金都采取此类投资策略，例如肯尼斯·格里芬的大本营投资集团、詹姆斯·西蒙斯的文艺复兴科技公司以及截维·肖的肖氏基金。对冲基金在这方面投入了非常多的资源，构建了最为先进的硬件系统和软件系统，能够同时分析多个市场的海量数据，甚至对现实世界中影响人类情绪、反应人类情绪的数据也加以收集和分析。它们的此类交易基本不会受到监管，巨大的优势使得这些对冲基金从投资者的错误行为中获得了巨额的利润。此类高频交易策略也可能成为引发市场波动的根源，推动市场走向非理性的极端。

对冲基金如何保持领先优势

对冲基金之所以神秘，就在于不同对冲基金之间具有很强的同质性，关键的差异性非常之小。此种情况下，如何来保持对冲基金的竞争优势反倒成为对冲基金管理者需要持续考虑的问题。

西蒙斯的伟大之处，更多的在于他成功的使文艺复兴科技公司形成了对外

封闭、对内开放的运作机制，这一机制使得文艺复兴科技公司保持了与其他对冲基金的低相关性。

> 他另辟蹊径，从来不在华尔街招聘员工，这样可以避免思路受到金融思想的干扰，使得与其他对冲基金的低相关性受到破坏。而且华尔街的员工，流动性通常比较高，有可能打破公司原来宁静的状态。
>
> 他将公司搬到远离对冲基金中心的校园，这样可以避免自己受到别人的干扰以及情绪上的影响，同时也降低了公司员工被对手挖墙脚的风险。
>
> 他对员工十分慷慨，但是也要签订十分严格的保密协议以及排他协议，通过“金手铐”来保护基金的运作。
>
> 他们每个星期二都会召开内部会议，大家畅所欲言，将最新的想法进行集体讨论，其中有用的成果将会投入到基金的运作之中，不断丰富基金的投资策略，保证基金投资策略的独到性。

西蒙斯的文艺复兴科技公司更像是一个自然科学研究所，而不是一个金融机构，聚集了一群富有研究热情的科学家，而不是仅仅关注追逐利润的市场投资者。对于科学家来说，拥有富足的物质生活，充分自由的研究空间是最理想不过的，但是对于商人来说，对利润的追求是无止境的。西蒙斯准确的意识到了两者之间的差异，成功的使自己的公司与金融市场的短期波动相对隔离。

由此可见，对冲基金想要在行业内保持长盛不衰、寻找到获取超额收益的“圣杯”还仅仅迈出了第一步，如何持续保持这个“圣杯”才是更重要的。



中国投资的对冲时代

刘震
易方达基金管理有限公司指数与量化投资部总经理

2010年6月13日，美国大陆航空纽约至北京的CO89航班上，我翻阅着刚在机场买的《华尔街日报》。无意间一篇周六特稿的题目吸引了我：《学习热爱对冲基金》，作者是塞巴斯蒂安·马拉比。从2007年为Brevan Howard对冲基金在北京建立一个量化策略研发团队以来，我开始跟中国资本市场有了一些交流。见到的新朋老友都会不约而同地问：什么是对冲基金？中国股市政策驱动，内幕炒作，投资者不成熟，缺乏金融衍生工具，对冲基金在中国能行吗？

“忆往昔峥嵘岁月稠”。从1995年加入D.E. Shaw & Co量化对冲基金，到2008年创建自己的对冲基金红色资本（The Red Capital, LLC），我与马拉比《富可敌国》书中的许多对冲基金经理一样，都经历了类似的成长历程。还是要感谢2008年的金融危机，把我带回了出生长大但又久违陌生的中国。环顾四周，投资者在抱怨为什么买股票和基金赚不到钱，有无只赚不赔的投资；公募老总们也在焦虑，如果不能给投资者赚钱，基金公司生存的意义何在？而私募大佬们都在鼓吹自己的绝对收益能力，但好像都在暗示内幕消息。每个人都在标榜绝对收益，但多数投资产品牛市跑不过市场，熊市也无法避险套利。绝对收益是否意味着绝对赚钱呢？私募基金就是对冲基金吗？

虽然在成熟市场中对冲基金也没有一个明确的定义，但凭借一名资深金融作家的敏锐和深刻，马拉比在《学习热爱对冲基金》一文中总结了对冲基金的4个特征：

1. 私募：不公开发行，较高的投资门槛，有限的投资者数量，使对冲基金可以归避监管，从而采用灵活复杂的投资策略，获取超额收益。
2. 业绩提成：通常是双向的，使投资人和投资管理人共享收益和损失。
3. 对冲：屏蔽市场风险，只承担胜率较大的风险，以取得较确定的收益。

4. 杠杆：同时放大风险和收益，可根据风险承受能力调整预期收益和风险。

在中国绝对收益产品市场上，基金专户、券商集合理财和阳光私募三分天下，都有投资门槛和业绩提成，很多还通过结构化的形式提供了杠杆。但之前中国资本市场不可做空，这些产品也没有对冲风险的能力及对冲投资的理念。**缺失了马拉比的对冲基金第三特征——对冲，中国市场上还没有实质上的对冲基金，绝对收益产品提供的多是精装版的相对收益。**

“Eureka[①]！”我当即被塞巴斯蒂安·马拉比的洞察所折服。飞机落地后，我立刻在亚马逊上预订了他的新作《富可敌国》，同时把《学习热爱对冲基金》翻译成中文，送给易方达的同事们传阅，并且刊登在易方达专户特刊上，提供给高端客户。2010年7月收到从纽约快递过来的新出版的《富可敌国》后，我迫不及待地一口气把它读完，还不过瘾，随即联系出版界的朋友希望能够购买此书的中文版权。可惜已被湛庐文化捷足先登，遗憾佩服之余，我还是希望尽我的一份力，把这本书推荐给中国资本市场上的有识读者。

如《富可敌国》所言，自1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯在纽约建立第一只对冲基金以来，对冲基金已有60余年的历史，在国际成熟金融市场上已成为资产管理行业的主流之一，管理总资产超过2万亿美元，而且因其积极主动的投资策略在资本市场中起着举足轻重的作用。同时对冲基金还创造了一批为大家所熟知的投资精英，例如逼倒英镑的乔治·索罗斯、靠“量化黑盒子”成名的詹姆斯·西蒙斯，还有在2008年金融危机中胜出的约翰·保尔森。但每一次金融危机后，平时一窍不通的金融记者和政府官员都把怀疑的眼光瞥向对冲基金这边，虽不能证实但总是怀疑而且永远归罪于这些藐视正统，桀骜不驯，但又经常被市场证明是对的对冲基金经理们。特别是在新兴市场的某些角落，1998年亚洲金融危机的伤疤还在隐隐作痛，人们至今还谈“对冲基金”色变。

无风险则无收益，这是投资第一定律，人人皆知。随便问一个投资者去年的收益有多少，每人都会津津乐道。但是当接着问，“那你承担了多少风险去获得这些收益？”，多数人，包括机构投资者在内，都会哑口无言。哈里·马科维茨在他1952年的博士论文《投资组合选择》中，第一次提出风险与收益同样重要的概念，开创了现代投资组合理论，同时也标志着现代金融科学的开始。一个投资组合的收益可以分为两部分：与市场相关的β收益，即相对收益；与市

① 据说阿基米德发现浮力定律时，没有穿衣服就冲出公共浴池，口中高呼“Eureka”！——序者注

场无关的α收益，即绝对收益，或称超额收益。其中相对收益比较容易获得而且较便宜，如指数基金、ETF等，管理费用都很低廉。而绝对收益则是所有投资人和投资管理人追求的目标，而且管理费用昂贵。不过只有在《富可敌国》中，我才终于知道对冲基金20%业绩提成的出处，谢谢，马拉比！**成熟市场资产管理行业过去30年的发展历程，就是cheap β（便宜的贝塔：指数基金，ETF）和high α（高阿尔法：对冲基金，另类投资）分离的过程。**

其实这个α和β分离的过程在中国资产管理行业已经开始。我在做路演时会经常跟投资者讲，基金就好比是"包子"，每个人都夸自己的包子皮薄馅大。"皮"是市场收益β，"肉馅"则是超额收益。但投资者用不菲的价格买了基金肉包子，一年之后掰开一看，里面反而多数是菜馅，还跑不赢市场。即便有超额收益，如果市场大跌了，大多基金依然亏损。今年初，融资融券，股指期货的推出，给中国资本市场带来了两个及其重要而从未有过的功能：对冲和杠杆。从投资者可以利用对冲机制把相对收益的"皮"和绝对收益的"馅"剥离，使专门卖"肉丸子"的对冲基金成为可能，而中国资产管理行业也从此跟随成熟市场，走上cheap β和high α的路程。2009年在中国资本市场上已被称为"指数年"，易方达现已拥有中国最大的被动管理资产。**2010年将成为中国对冲基金元年**，易方达也率先推出了中国第一支对冲基金专户产品。

2010年5月，在中国金融期货交易所的一次对冲基金培训上，一位老总走过来问："对冲基金这东西太先进了，听说过没见过。它的年化收益有多少？"我想了想，答道："去掉管理费后，大约预计每年15%。"这位老总有点失望，但又得意道："去年我买股票赚了60%！"。我支吾一下，尴尬但无可奈何。老总又问："给保底吗？"我有点怯怯道："不好意思，怕是保不了。"又是一阵失望与尴尬，老总接着发问："那能跑得赢大盘吗？"我迟疑了一下："也不一定……"这位老总终于忍不住问道："那对冲基金有啥好呢？还要收20%的业绩提成？"

虽然从事对冲基金管理有十几年了，我也知道对冲基金的主要客户是机构和高净值人群，但从未有人问过这样深刻的生存价值问题。"求之不得，寤寐思服"，但在随后的一个晨浴中，我也顿悟了一个"Eureka"时刻：**对冲基金的卖点就在于其收益的确定性！确定性的衡量是投资的性价比（也叫信息率，等于收益除以风险）；而高投资性价比降低了投资亏损的概率。**

现代投资组合理论告诉我们，任何一个多元化的投资组合，大部分的收益与风险都是从市场上来的。而这部分来自市场的收益，虽然有时很高，如2007年，

但风险更大，如 2008 年，所以投资的性价比较低，在 0.5~0.7 左右，这也意味着每年亏损概率在 25%~30%，也就是 3~4 年亏损一次。但如果可以利用对冲工具对冲（或部分对冲）市场风险，而通过承担比较确定的风险，获取确定的收益，投资性价比就可提高。**在成熟市场上，对冲基金的投资性价比通常在 1~1.5 之间。这意味着年亏损概率会在 10% 之下，也就是 10 年亏损一次，这译成中文就叫“持续稳健”**。这也就是马拉比对冲基金第三特征：对冲。

相信每个人都听说过：中国人好赌。在股票投资上，这意味着没有 100% 的收益，投资者就不会感兴趣。风险？什么风险？这个“中国特色”从表面上看与现代投资理念相悖，但却有一个很简单的经济学解释：“边际效应递减”。**不是中国人好赌，而是穷人好赌**。对于只有 1 万元的散户来讲，小于 100% 的收益是没有什么意义的。但因众多散户的风险承受能力较低，各国金融监管机构都会对商业银行和共同基金监管甚严，以保障社会和谐。但对于有 1 个亿的大户，保值第一增值第二，已不再追求 100% 的收益，因为不愿蒙受 100% 的损失。这些高端投资者的需求，是在承担有限的风险下，获取最大的收益，也就是投资性价比的最大化。这也就是为什么对冲基金的客户主要是机构与高净值人群。这就是马拉比对冲基金第一特征：私募。

当然，投资者追求的是收益，而不是性价比。有了一个高性价比的核心投资策略，对冲基金经理可以通过杠杆，在不改变亏损概率的情况下，根据投资者的风险承受力，同时放大收益与风险，在同样的投资风险下获取更大的收益。这和传统高风险高收益的投资理念不同，而是以最低的风险去获取最高的收益。对冲和杠杆是对冲基金家族中不可分离的孪生兄弟，这就是马拉比所言对冲基金第四个也是最具争议的特征：杠杆。

中国资本市场的另一个“中国特色”，就是跟随容易，创新难。对冲基金作为一个新的投资理念，正在经历一个艰难的起步过程。我们常说过去的业绩不能代表将来，但过去是对将来最好的预期，而对冲基金也会与在成熟市场一样，成为中国资产管理市场的主流之一，为机构投资者及高净值人群提供一个有效的资产配置工具。同时对冲基金灵活主动的对冲投资策略，也会提高整个资本市场的效率。马拉比在《富可敌国》中对对冲基金的起源、历史、经典案例、目前的监管困扰，及在整个金融体系的重要作用，做了一个生动、完整、客观、精辟的阐述，希望本书的出版能够提高中国资本市场对对冲基金的认知，为中国资产管理行业的发展提供参考和借鉴。

本书在美国出版后不久，我就收到一封从中国发来的电子邮件。发信人是易方达基金管理公司的高级投资官——刘震，他在信中说，易方达将很快宣布推出中国第一只对冲基金。对我来说，这真是个令人振奋的消息。在弄清了对冲基金在美国的历史之后，我相信它们也能够在其他国家对金融市场的健康发展起到积极作用。所以，我很高兴中国将发展自己的对冲基金，而且刘震先生在这方面是有经验的。从美国的研究生院毕业后，这位中国的先驱者曾在美国量型对冲基金先驱之一——肖氏对冲基金工作过。

为什么我认为对冲基金对金融市场的健康发展很重要呢？答案就在于2007—2009年严重的金融危机。对某些人来说，危机标志着“西方金融”的失败和监管更加严格的“中国金融”的胜利。中国著名经济学家余永定2008年在《经济学人》杂志上说：“美国一直是中国的典范，而现在它制造了这样一个大混乱，我们当然要三思而后行。”但我认为信贷危机并不能代表西方金融的全面失败，而只是提醒我们一个古老的真理：**动机永远是重要的。**

美国金融机构的不良动机可以在很大程度上解释这次危机。不负责任地授予次级抵押贷款证券AAA级的评级机构是由创建这种证券的人付酬的，这种利益冲突扭曲了其动机，使得他们的论断太没有原则，这也不足为怪。金融工程师们将次级抵押贷款打包出售来赚钱，但如果它们崩溃，工程师们却不必付出代价，所以他们创建这种高风险的证券也不足为怪。同样，很多买入次级抵押贷款证券的投资者也动机不纯——他们在拿着别人的钱冒险。只要这种策略奏

效，大量买入次级抵押贷款的银行家就等着拿大额的个人奖金。当几年后这种策略不奏效了，银行家会亏掉银行的钱，而银行的股东将蒙受损失。但是，没人会要求那个银行家退还那些奖金。

现在，将这些不良动机和对冲基金的良好动机比较一下。从 1949 年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯创立第一只对冲基金时起，经理人就将自己的个人储蓄和客户的钱放在一起投资。他们利益一致：**如果他们帮客户，自己就赚到了钱；如果他们亏了客户的钱，自己也会亏损**。这也成为对冲基金管理风险的强大动因。因此，2007 年，美国对冲基金的盈利平均是上涨的，而那一年大多数其他类型的投资者都有亏损。2008 年，也就是雷曼兄弟公司倒闭的那一年，对冲基金也亏了钱，但它们的跌幅只有美国标准普尔 500 指数的一半。

除了有强大的动机来管理风险之外，对冲基金也有很大的动力想出些聪明的赚钱方法。毕竟，经理将获得基金利润的 20%，如果他们做得好，他们会非常富有。由于这种激励，对冲基金会做必要的研究，提出真正独到的见解，并冒险做一些一般人不敢做的事。我的书就是关于这些具有独创性的思想家的故事，它源自 300 个小时的真实访谈和无数业内第一手资料的真实呈现。它描述了一些具有独创性的投资者，从“宏观”交易者乔治·索罗斯和斯坦利·德鲁肯米勒，到“事件驱动型”交易者法拉龙的汤姆·斯泰尔，再到文艺复兴科技公司的“量型”交易者詹姆斯·西蒙斯。故事讲述了这些交易者对近来金融史上重大事件的反应，包括 1997 年的亚洲金融危机、网络泡沫破裂以及近期的抵押贷款泡沫破裂，以及他们如何不断从中获利。

这些对冲基金的自由创新在给其经理人带来了巨额财富的同时，它们的逆势而为也有利于金融体系的健康发展。金融市场总是容易出现泡沫，但在泡沫不太大之前将其挤出的最好方法之一，就是让交易者逆势而为。通过“卖空”——也就是通过赌股票或债券会下跌，对冲基金可以打击这种助长非理性繁荣的泡沫。例如，当美国几乎每个人都认为次级抵押贷款证券是安全的时候，对冲基金不仅弄清了为什么这是错的，还想出了如何设计一种方法来赌泡沫会出现。最有名的下此赌注的对冲基金经理是约翰·保尔森，就是我在第 15 章所描述的人物。[①] 保尔森花了 200 万美元拿到有关房价的最好数据，并另外聘请

①《华尔街日报》资深专栏作家格里高利·祖克曼的著作《史上最伟大的交易》，就讲述了金融危机中最大的赢家约翰·保尔森如何登上“对冲基金之王”的宝座。——译者注

分析师弄清楚这些数据代表什么意思。在这之后，他才准备针对这个泡沫下注。2007年，赌注获利了，他那年的个人利润超过了30亿美元。

从这场金融危机得出的另一个教训是，“大而不倒”的机构的不良动机尤其危险。2008年，美国政府感到有必要拯救各种类型的金融公司——银行如花旗，投资银行如高盛，保险公司如美国国际集团，以及整个货币市场。但是，政府没有动用任何纳税人的钱挽救对冲基金，因为这些基金规模都不是很大，它们小到可以随意倒闭。在过去的10年中，有大约5 000只对冲基金破产，但没有让纳税人损失一分钱。

我相信中国正在向现代金融体系迈进，包含各种金融风险的市场都会出现：**货币会波动，利率会波动，越来越多的公司会发行股票和债券，债务会被证券化。**随着中国金融体系的进一步发展，弄清楚什么样的金融机构最能吸收这些类型的风险将变得至关重要。这本书提供的答案是：对冲基金会最好地完成这个任务。因为它们优越的激励机制，因为它们小到可以随意倒闭，因为它们比任何对手都更可能负责任地管理风险。

也许有人会说，对冲基金太过资本主义化。但我相信，中国会接纳有用的东西，相信对冲基金的发展历史对中国必定有借鉴意义。

引言 对冲基金与新精英的崛起 /01

第1章 谁缔造了对冲基金第一个神话 /13

阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯，1968年被《纽约》杂志奉为业界“鼻祖”。到1968年，他的累计回报率几乎高达5 000%，这意味着1949年投资的10 000美元现在整整相当于480 000美元，他远远超过了他的竞争对手。但经过20年的辉煌后，琼斯的投资优势消失了，市场终于追上了他。

关键词 阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯 鼻祖

第2章 大额交易的高手 /34

1971年，在《财富》杂志公布的28只最佳对冲基金中，斯坦哈特的公司是唯一一家在萧条时期有所增长的。从1967年7月开创以来，公司获得了361%的收益，这个业绩比同时期的纽约证券交易所好36倍。在市场上打拼的28年里，斯坦哈特只有3次亏损，这种情况发生的概率是八万二千分之一。1979年秋天，他结束了一年的休假，又杀了回来，大步迈入20世纪80年代。

关键词 迈克尔·斯坦哈特 大额交易 弗兰克·席鲁夫

第3章 趋势分析时代来临了 /52

仅在1980年，商品公司就赚了4 200万美元，这简直是个天文数字。因此，即使在对140名员工发放了1 300万美元的奖金后，威玛这家名不见经传的公司在世界500强企业中仍然排名58。其后顶尖交易员的外流加上威玛的大手大脚使公司陷入危机，历史的重心开始转移：从威玛转到一帮年轻人，从普林斯顿的悠闲舒适转到纽约对冲基金的新一代。

关键词 海默·威玛 迈克尔·马库斯 布鲁斯·科夫勒 商品公司

第4章 金融炼金术 /70

某杂志的人物简介说，索罗斯早在大多数基金经理知道东京在哪儿之前的好几年就是全球投资的研究者，他从静得可怕的曼哈顿交易大厅，到统治全球市场，并用5种语言和全球的金融家交谈。《经济学人》杂志称他是“世界上最迷人的投资者”，而《财富》杂志的封面故事则暗示他可能会作为“当代最有预见性的投资者”排在沃伦·巴菲特的前面。

关键词 乔治·索罗斯 量子基金 黑色星期一

第5章 这只“大老虎”比任何人都懂股票 /90

罗伯逊能找出千里马的能力构成了他明显的优势，从1988年初到1992年底，老虎基金的收益连续5年超过标准普尔500指数，接下来的一年，罗伯逊超越了自己以往的纪录，在扣除各种费用后，他给他的投资者们带来了64%的回报率。据《商业周刊》估计，1993年他的个人收入达到了10亿美元。而由于老虎基金的成功，富有的投资者越来越开始把目光投向下一代的基金明星。

关键词 朱利安·罗伯逊 老虎基金

第6章 每次扰乱市场的都是他 /109

标准普尔500股票指数期货最大的贸易商之一詹姆斯·埃尔金斯说：“每当保罗·都铎·琼斯走进场内，整个市场都会害怕。我的规模可能比他的规模大，但他的名望能让他每次进入时都会把整个市场搅乱，反应令人瞩目。”从20世纪90年代开始，对冲基金已经大到足以改变各种市场，它们甚至可以压倒政府。

关键词 保罗·都铎·琼斯 都铎投资公司

第7章 狙击英镑的“白色星期三” /123

1992年，在德国马克交易两年后，德鲁肯米勒上演了他职业生涯中最伟大的胜利——英镑狙击战，他打破了欧洲货币秩序，奠定了对冲基金在全球金融中新兴力量的地位。为了防止对本国货币的投机性攻击，欧洲最终在1999年统一了货币，而亚洲和拉丁美洲的新兴经济体卡在了盯住汇率政策上，这在未来10年给对冲基金创造了巨大的机会。

关键词 斯坦利·德鲁肯米勒 乔治·索罗斯 英镑危机

第8章 对冲基金的狂欢结束了吗 /144

到1994年9月，投资者已经从对冲基金抽回了约9亿美元，而且撤资远未结束。保罗·都铎·琼斯退还了资金的1/3，科夫勒在1995年6月决定退回资金的2/3，索罗斯也抱怨资金的规模。而受到致命打击的斯坦哈特在1995年宣布退休，他的离开是对冲基金历史的一个分水岭：作为一个做了27年交易的奇才、三巨头之一退出了这个行业。

关键词 格林斯潘 迈克尔·斯坦哈特 债券市场危机

第9章 是嗜血的金融大鳄，还是悲悯的救赎者 /161

1997年9月下旬，索罗斯飞往香港参加世界银行和国际货币基金组织年会，对他的接待仪式反映了他的双重性。投机家索罗斯不出所料地受到谴责，但是，作为政治家和慈善家的索罗斯在会议上被大家交口称赞。索罗斯像一个救赎犯罪的救世主，从奥林匹斯山走下来，但他遭受了钉在十字架上的痛苦。

关键词 索罗斯 亚洲金融危机

第10章 敌人就是自己 /183

1998年8月是对冲基金历史上最残酷的一个月。到美国劳动节的时候，4只基金里有3只在亏损。梅里韦瑟和他的伙伴亏掉了资本的44%，即19亿美元，他们算出这种损失的可能性在宇宙的整个寿命期限内都不会发生一次。长期资本管理公司的失败提供了一个关于杠杆融资危险性的实例，然而，世界的反应不仅让杠杆交易继续进行，而且容忍其变本加厉。

关键词 约翰·梅里韦瑟 长期资本管理公司

第11章 宏观型对冲基金时代的终结 /207

2000年3月，在纳斯达克开始下跌的时候，罗伯逊已经决定退出，他被打击得太厉害而不想再去改变它了。4月28日，索罗斯也宣布量子基金从此将作为一个捐赠基金来管理。在短短一个月内，两个最大也最有名的对冲基金落下了帷幕。至此，索罗斯似乎不再涉足他曾帮助创造的这个行业。但他大错特错了，现在为对冲基金写墓志铭还为时尚早。

关键词 老虎基金 量子基金 科技股泡沫

第12章 机构投资者，对冲基金的新活力 /222

首先将捐赠基金和对冲基金融合起来的是耶鲁大学的大卫·斯文森。捐赠基金的资金涌入表明对冲基金这个行业远未衰亡：新世纪刚开始几年相对来说是宏观型对冲基金的时代，但现在已被法拉龙之类的事件驱动型基金取而代之。随着它们吸纳更多的机构资金，对冲基金变得更壮大、更娴熟、更有条不紊，它们正在成为一个真正的产业。

关键词 大卫·斯文森 耶鲁捐赠基金 汤姆·斯泰尔 法拉龙

第13章 不可复制的神秘"大奖章" /240

到2009年退休的时候，西蒙斯已经远不止是个亿万富翁了。仅2006年一年，据说他的个人收入就达到了15亿美元，相当于星巴克115 000名员工和好事多118 000名员工创造的企业利润的总和。每次西蒙斯的照片登上财经杂志封面，就有更多急切的机构资金涌入计量交易系统，然而，该基金取得令人惊叹的成功的原因却一直是个秘密。

关键词 詹姆斯·西蒙斯 大奖章基金 文艺复兴科技公司

第14章 它可能引发火灾，也可能是消防员 /259

自从长期资本管理公司崩溃，华尔街一直担心下一个对冲基金的倒闭。现在，事情发生了，疤痕却几乎看不见。对冲基金的批评者仍然担心这些高负债的恶魔可能影响整个体系，毕竟，长期资本管理公司就是这样。但是，大本营投资集团已经证明这个故事还有另外一面：也许对冲基金有时可能引发火灾，但它们也可能是消防员。

关键词 肯尼斯·格里芬 大本营投资集团 多策略基金 不凋花基金

第15章 谁是风暴中最大的赢家 /273

每一个新的时代都有一种新的失误，为交易员创造新的机会。宏观对冲基金的鼎盛时期可能已经过去，但信贷对冲基金的鼎盛时期已经到来。约翰·保尔森就是新时代的乔治·索罗斯。截至2007年底，保尔森旗下的抵押贷款基金扣除费用后累计上涨了700%，产生了大约150亿美元的利润，保尔森本人赚了30~40亿美元。

关键词 约翰·保尔森 信贷对冲基金

第16章 “剩”者为王 /294

一只精明的基金的基金——石溪资本计算发现，资产规模在10亿美元以下的对冲基金在2008年下降相对不多，亏损了12%，与此同时，石溪资本跟踪的资产规模在10~100亿美元之间的基金亏损了16%，而规模在100亿美元以上的亏损了27%。然而，尽管损失惨重，但它们仍然是受羡慕和渴望的对象，仍然是现代资本主义最喜欢的打发时间的高手，它们毫不掩饰对金钱的追求。

关键词 大本营投资集团 全身而退的小型对冲基金

结论 金融业的未来取决于对冲基金的过去 /315

附录 老虎基金创造了超额利润吗 /331

译者后记 /335

引言

对冲基金与新精英的崛起

世界上第一个对冲基金经理阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）没有上过商学院，没有计量金融学博士学位，也不是在摩根士丹利、高盛或者其他任何培养世界金融主宰们的摇篮里成长起来的。相反，他只在一个不定航线的不定期货船上工作过，在柏林的马克思主义工人学校学习过，并为一个叫列宁主义组织的反纳粹组织执行过秘密任务。他结婚，离婚，然后又结婚，在西班牙内战的前线度过蜜月，他曾与多罗西·帕克（Dorothy Parker）和欧内斯特·海明威一起喝酒郊游。直到48岁那年，他才凑了100 000美元设立了一只对冲基金。这只对冲基金在20世纪五六十年代取得了很大的收益。可以说是一个偶然，琼斯建立了一种到今天还在沿用的投资结构，纵有某些反对者的声音，但这一投资结构仍将被广泛使用。

在琼斯创立他的对冲基金半个世纪之后，一个名叫克里夫·阿斯内斯（Clifford Asness）的年轻人追随了他的脚步。阿斯内斯上过商学院，拿了计量金融学的博士学位，他也在高盛工作过，堪称主宰世界金融的精英。琼斯在中年才开始投资，而阿斯内斯则在31岁就开始投资，并以筹集引人注目的10亿美元巨资打破了新建公司的纪录。琼斯对于他的方法以及随之而来的财富比较低调，而阿斯内斯却很开放，他尽量找时间去做电视访谈，在《纽约时报》上承认身价百万感觉“不坏”。直到2007年次贷危机以前，阿斯内斯的AQR资本管理公司（AQR Capital Management）一直在运作着350亿美元的资金，而他本人就是新全球金

融的象征。他傲慢、急躁，甚至很少去装成熟，在他的办公室就有他收集的塑料超级英雄玩偶。[①]

阿斯内斯坦率地承认了琼斯的投资结构对他的影响。和所有别的对冲基金一样，琼斯的对冲基金有四个特点，琼斯将这四个特点加以组合，产生了特殊的效果。

> 首先，**有绩效费**：琼斯将公司利润的1/5截留下来分给他和他的团队，从而大大激励了员工的工作热情。其次，琼斯尽力避免条条框框以保持根据市场变化选用投资方式的**灵活性**。再次，在阿斯内斯看来，这四个特点中最重要的是琼斯用以创建投资组合的两个理念，即琼斯**平衡潜力股的做多和没有潜力的股票的做空**。所谓做空，就是基于价格下跌预期的借入和卖出。通过同时做多和做空，琼斯使他的基金在一定意义上独立于大盘的走势，通过套期保值消除风险。就像我们将在下一章看到的一样，这种套期保值和杠杆效应对琼斯的股票组合有着不可思议的影响。不过真正不可思议的是阿斯内斯最后要强调的：同样的方法也可用于债券、期货、互换、期权，以及这些金融工具的**任意组合**。与其说是刻意，不如说是运气——琼斯发明了一种自己做梦也想不到的复杂的战略平台。

对冲基金并没有精确的定义，也不是所有故事都和套期保值以及杠杆效应有关。当乔治·索罗斯和斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）交易英国英镑的时候，或者是当约翰·保尔森做空美国贷款泡沫的时候，套期保值就没必要了——就像在后文将要看到的一样。当一个大胆的商品交易商协商买下俄罗斯政府所有除黄金以外的贵重金属时，杠杆效应就不如将钯运离西伯利亚的装甲车的安全问题来得重要。不过即使对冲基金没有用到杠杆效应和套期保值，这个由阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯创建的平台也非常有意思。随意做空和做多任何国家任何金融工具的自由使得对冲基金能抓住所有机会，杠杆效应使得对冲基金将每单交易的效应最大化，而绩效费则大大激励了员工赚钱的热情。

---

① 2009年7月我去拜访阿斯内斯，发现超级英雄玩偶都堆在咖啡桌上，等着放回刚擦干净的窗台上的原来位置。阿斯内斯认为将他们摆放到正确的位置是个非常精细的活儿，所以不能让助手代劳，但他自己又没时间。——作者注

没错，就是钱！1913年皮尔庞特·摩根去世的时候，他已经积累了相当于现在14亿美元的财富，基于在华尔街超凡的影响力，他被冠以“朱庇特”的绰号。不过在本世纪的头几年，因为市场繁荣，顶尖的对冲基金经理们经过几年的交易已经积累了大量财富，他们赚到的钱远远超过了华尔街最好的投资银行，甚至使从事私募股权投资基金的巨头们都黯然失色。

2006年，高盛给了公司的首席执行官劳埃德·布兰克费恩（Lloyd C. Blankfein）前所未有的高达5 400万美元的奖励，但据报道，在《阿尔法》杂志上列出的对冲基金经理人收益的前25名中，最少的也拿了2.4亿美元。而在同年，私募股权投资基金的领头羊——黑石集团也不过给了他的老板史蒂夫·施瓦茨曼（Stephen Schwarzman）不到4亿美元的分红。但是，据称对冲基金的前三大巨头都赚了10亿美元以上。[①] 琼斯提出的奖励方案造就了数以百计的亿万富翁，更不用说康涅狄格州郊区的众多暴发户了——据来自这股淘金潮中心地区的《斯坦福倡导者报》(*Stamford Advocate*）的报道，2006年，当地6只对冲基金的经理共赚了21.5亿美元，康涅狄格州居民的总收入达到了1 500亿美元。

20世纪90年代，杂志满篇描述的都是网络富翁的奢华，但现在杂志聚焦到了对冲基金。大本营投资集团（Citadel Investment Group）的创立者肯尼斯·格里芬（Kenneth Griffin）买了价值5 000万美元的庞巴迪私人飞机，并在飞机上为他两岁的孩子装了个活动小床；摩尔资本管理公司（Moore Capital）的创始人路易士·培根（Louis Bacon）在纽约长岛海湾买了个私人岛屿——在当地的泥龟身上安装传感器来跟踪他们的交配习惯，举办传统的野鸡捕猎活动；SAC资本顾问公司（SAC Capital）的老板史蒂文·科恩（Steven Cohen）在他的房子里修建了篮球场、室内游泳池、溜冰场、双洞高尔夫球场、有机蔬菜种植园，房间里有梵高和波洛克的油画、凯思·哈林（Keith Haring）的雕塑以及以他16年前婚礼当晚的星空为装饰的电影院。**这些对冲基金的巨头们就是新时代的洛克菲**

① 应该指出的是，2007年黑石集团刚刚上市的时候，施瓦茨曼拿到了超过6亿美元的现金以及价值约70亿美元的公司股份。另一方面，上市也给对冲基金的创立者们带来了与票面价值差不多的财富。——作者注

勒、新时代的卡内基、新时代的范德比尔特。他们就是新一代的美国精英——在他们身上汇集了创造力和欲望的最新形式，而正是这种创造力和欲望推动了国家的前进。

看看这些精英都是些什么样的人。**对冲基金适合于孤独者和逆向思维者，适合于拥有雄心壮志、在现有的金融机构找不到合适位置的人。**

克里夫·阿斯内斯就是个例子。虽然他在高盛的事业蒸蒸日上，但他仍然选择了自主创业的自由和回报。只要有可能，一个收集塑料制超级英雄的人是不会停留在普通工薪阶层的。文艺复兴科技公司（Renaissance Technologies）的詹姆斯·西蒙斯（James Simons），业内21世纪获得最高收益的数学家，也不会在一个主流银行做一辈子：他不听令于任何人，很少穿袜子，并因为指责老板的“对越政策”而被美国五角大楼的密码破译中心解雇。2006年收益排名第二的肯尼斯·格里芬来自于大本营投资集团，他在哈佛的寝室里就开始交易可转换债券了。他是个少年天才，是打造诸如谷歌之类高科技企业怪才的金融版。朱利安·罗伯逊的对冲基金公司招聘只有他一半年纪的大学运动员，他用飞机将他们送到落基山脉的背面，然后让他们比赛爬山。而迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）擅长减少员工的自怨自艾。有个员工说：“我只想杀了我自己。”斯坦哈特答道：“我能在一旁看吗？”

像洛克菲勒和卡内基一样，这些新巨头在经济金融之外的领域也产生了影响。索罗斯是最有野心的：他资助了新兴的异见派，推动了药品的合法化，资助了自由经济政策的再思考。都铎投资公司 (Tudor Investment Corporation) 的创立者保罗·都铎·琼斯（Paul Tudor Jones）率先建立了“罗宾汉慈善基金会”来帮助解决纽约的贫困问题。他的这个举动定义了“创新慈善”，他设立了基金会要达成的目标，并根据表现来支付报酬。布鲁斯·科夫勒（Bruce Kovner）则是新保守运动的教父，他担任着坐落在华盛顿的美国企业研究机构的主席。而迈克尔·斯坦哈特则致力于建立一个新的不受教会管辖的犹太民族。当然，这些巨头们影响最大的还是金融领域。**对冲基金的故事就是金融前沿的故事：关于创新和增加的杠杆效应；关于引人注目的胜利和令人汗颜的失败；关**

于由这些戏剧性事件引发的讨论。

在对冲基金存在的大部分时间里，关于市场的学术观点与此并不一致。当然，学术界集思广益，与精力充沛的怀疑论者精诚合作。但从20世纪60年代中期到20世纪80年代中期，普遍的看法是市场有效，价格变动随机，对冲基金的成功靠的不过是运气而已。这种说法具有很有说服力的逻辑依据：**如果确定某个债券或股票价格的上涨成为可能，那么聪明的投资者必定已经做出反应，价格也已经上涨了。**这些投资者使得所有相关信息都已经反映在了价格中——尽管股票的下一个变动是由一些不可预知的因素决定的，因此，试图预测价格变动的专业基金经理通常都不会成功。基于这个观点，许多对冲基金并没有真正的优势，如果忽略市场宣传和昙花一现的狗屎运，他们并没有特别的、能使他们持续战胜市场的投资眼光。不过，对于主宰整个行业的成功的对冲基金来说，市场有效的假设并不成立。这些基金不应该叫对冲基金，而应该叫“优势基金”。

那么优势从何而来呢？有时这个优势不过是靠选择最好的股票。不管金融方面的文献怎么说，我们马上就会看到，阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯、朱利安·罗伯逊，以及许多罗伯逊的追随者们确实通过这种方式增加了价值。不过更多的时候优势来自于利用有效市场理论的拥护者们虽未强调却从一开始就承认的理论缺陷。例如，理论家们规定只有在资本完全流动时价格才有效。也就是说，开出有效价格卖出股票的卖家总可以找到买家，不然的话，卖方就被迫给个折扣，从而使得价格低于有效价格水平。但是在20世纪七八十年代，想卖出大量股票的大规模退休基金没有折扣就找不到买家，迈克尔·斯坦哈特正是靠有组织地利用这种折扣赚取了大量财富。**有效市场论中一个潜在的缺陷为对冲基金的传奇奠定了基础。**

对冲基金真正优势的本质往往被老板的见解所掩盖。有些巨头就像神秘的天才：他们获取丰厚的回报，但却解释不了他们是怎么做到的。在这一点上，最极端的例子可能是年轻的保罗·都铎·琼斯。

> 有一天，琼斯坚称他预见到了1987年的市场崩溃，因为他身穿红色吊带裤的20多岁的同事彼得·波里什（Peter Borish）将20世纪80年代的市场曲线画出来和1929年的进行对比，发现两条线看上去一样，所以琼斯就意识到了市场即将反转。不过，琼斯这个对市场时机精确

把握的解释并不充分。第一，波里什承认篡改了数据；第二，他预计的市场崩溃是1988年春。如果琼斯真的遵循波里什的建议，他便会在1987年10月危机来临的时候就赔了个精光。总之，琼斯的成功是基于我们之后谈到的原因，而不是基于他声称的原因。由此可见：天才并不是时刻都知道自己在干什么。

而这个现象并不局限于金融领域。“就我们对顶尖高手所做的研究来看，我们没有发现一个时刻知道并能解释他自己在干什么的人，”著名网球教练维克·布雷顿（Vic Braden）曾经抱怨说，“他们不同时间给出的答案都不一样，或者干脆就给出没什么意义的答案。”

从20世纪80年代开始，金融学术界开始认为市场并不是有效的。有时这种转变甚至不着痕迹。一个名叫斯科特·欧文（Scott Irwin）的经济学家从印第安纳波利斯的一个小公司拿到了一份极为详尽的商品市场价格数据，在费了九牛二虎之力对数据进行分析后，他断言：价格走势有一定的趋势，也就是说价格的变化并不随机。但他不知道的是，早在20年前，一个名为商品公司的先锋对冲基金就已经分析过同样的数据，得出了同样的结论，并设计了电脑程序进行交易。与此同时，其他的研究者们也承认市场并非完全流动，就像斯坦哈特早就发现的一样；投资者也不是完全理性，这对对冲基金的交易员来说是不言而喻的。当美国公司的市场估价在一个交易日的变动达到1/5时，这种估价就很难让人信服。“如果有效市场假说是关于上市股票的，那么价格便会极度地不稳定，”哈佛经济学家安德鲁·施莱弗（Andrei Shleifer）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）1990年嘲弄地说，“可是，有效市场假说——至少是传统意义上的有效市场假说下的股市在1987年10月19日随着其他的市场一起崩溃了。”

承认市场有效的局限性对对冲基金有着深远的影响。在那以前，学术界认定对冲基金会无所作为；但在那以后，学术界争先恐后地投资对冲基金。如果市场并非有效，那就有钱可赚，金融教授们想不出任何他们不能成为获利者之一的理由。阿斯内斯就是这股新浪潮中的典型代表。

在芝加哥大学研究生院的时候，他的论文指导老师是有效市场假

> 说的创始人之一尤金·法玛（Eugene Fama）。但到了 1988 年，当阿斯内斯到芝加哥的时候，法玛已经在领头修正该理论：法玛和一个比他年轻些的名叫肯尼思·弗兰奇（Kenneth French）的同事一起发现了市场并不随机，因而可以通过交易获利。在协助他们完成这篇文献后，阿斯内斯去了华尔街，不久就创立了自己的对冲基金。

同样地，因推导基于市场有效假设的期权定价公式而获得诺贝尔奖的迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton）则与长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）签了约。哈佛经济学家、将有效市场理论比做“崩溃中的股市”的安德鲁·施莱弗，帮助他的两个同事创建了名为 LSV 的投资公司。他的合作者劳伦斯·萨默斯，则完成了从哈佛校长和奥巴马总统的经济顾问到签约于一家量型对冲基金——肖氏对冲基金的巨大转变。

然而市场非有效的最大后果并非是学术界人士大批涌向对冲基金，而是机构投资者取得了将大量资金转向他们的许可。同样，1987 年的崩溃是个转折点。在那之前，对冲基金的资金主要来源于那些可能从未听过“市场不可能战胜”论调的富人；但在那之后，绝大部分对冲基金的资金来源于捐赠基金，他们从博学的咨询专家那里得知市场是可以战胜的，并用行动加以证明。

> 这股新浪潮的领导人物是耶鲁捐赠基金的老板大卫·斯文森（David Swensen）。他对两件事情感兴趣，如果真像法玛、弗兰奇以及阿斯内斯所说的那样，市场存在着整体性的无效，那么对冲基金就可以有组织地加以利用。也就是说，必然有什么策略能奏效，而且这种策略可以事先找出来，而且，这些策略能带来额外的利润，他们能通过多元化降低捐赠基金的整体风险。斯文森投资的基金绝对是多元的：2002 年，一只叫法拉龙（Farallon）的冒险的西海岸基金投资了印度尼西亚最大的银行，它全然不顾货币崩溃、政治变革以及绝大部分西方投资者都被伊斯兰极端主义者吓走的事实。

有了斯文森作为先例，从 20 世纪 90 年代起，捐赠基金大量投资对冲基金以获取被专家们称为“阿尔法值”的超额利润。

市场非有效理论也赋予了对冲基金以社会职能，不过这并不是他们想要的。他们参与到这个阿尔法游戏中有个至高无上的目的：那就是赚钱。不过如果由

于市场的无效而阿尔法值果真存在，那就是说储蓄被不理性地分配了。例如，法玛和弗兰奇的研究表明，那些看上去不怎么样的价值型股票相对于吹得天花乱坠的成长型股票来说价值被低估，这就意味着资本价格对于脚踏实地的公司来说过高，而对于华而不实的公司来说过低，“成长”的概念被滥用了。同样地，大额交易中的折扣也表明价格可能变幻莫测，这增加了投资者的风险，使得投资者转而向资本占用者收取更高的价格。而对冲基金的使命就是去矫正这样的无效。

通过做多价值型股票和做空成长型股票，阿斯内斯不过是在减少对脚踏实地的公司的不利于其发展的偏见。通过购买大量抛售后价格过度下降的福特公司股票，迈克尔·斯坦哈特就能保证任何持有福特公司股票的人都能卖到一个合理的价格。通过将斯坦哈特的想法计算机化，像詹姆斯·西蒙斯和戴维·肖（David Shaw）之类的套利者将这个使命上升到了一个更高的层次。**市场越有效，就会有越多的资金流向最高效的公司；价格波动越小，产生金融泡沫的风险就越小，急剧的调整也就越少。**通过全力消除市场的行为缺陷，对冲基金对经济学家们所谓的“大稳健”做出了贡献。

不过对冲基金也带来了一个让人困扰的问题。如果市场泡沫不断扩大以致破裂，对冲基金的运作者岂不是会使得市场更加混乱？

> 1994年，美联储只不过宣布将短期利率提高0.25%，债券市场就陷入了混乱，有着高比例债务的对冲基金对此大吃一惊，然后就开始猛烈抛售。这种预示着未来经济恐慌的骚动从美国波及到日本、欧洲以及发展中国家。一些对冲基金开始亏损，很快就发展到著名的美国信孚银行（Bankers Trust）几乎都要被拖下水。但这次的警示作用似乎还不够，4年后，当拥有诺贝尔奖获得者职员的长期资本管理公司衰落后，世界迎来了新一轮的对冲基金失败浪潮。由于担心恐慌性的破产会颠覆雷曼兄弟并产生连锁反应，监管部门接管了长期资本管理公司的善后事宜，同时对冲基金开始破坏对欧洲和亚洲的汇率政策。东南亚经济危机过后，马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德（Mahathir Mohamed）痛惜地说：“所有这些国家都花了40多年的时间建设经济，而像索罗斯这样的笨蛋带着巨资进行投机毁了一切。”

正因如此，在21世纪初期之前，关于对冲基金都有两种针锋相对的观点。它们时而被当做尽力使无效价格回归正常的稳定器而加以赞扬，时而又因其自身的不稳定性被视为威胁全球经济的因素而加以批判。问题的核心就在于阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯所推崇的杠杆效应，或者说是杠杆效应的众多衍生版本。**杠杆效应使得大额交易成为可能，因此使得价格更有效，更稳定；但是，杠杆效应也使得对冲基金在面对冲击时变得脆弱**。如果变动对交易不利，不多的资本缓冲会被飞快地用尽，从而迫使它们大量卖出，价格变得更不稳定。在1994年债券市场崩溃和1998年长期资本管理公司崩溃之后，关于对冲基金的这两种观点难分伯仲。在美国和英国，大家更看重对冲基金的稳定作用；在其他国家，引起恐慌的风险则得到普遍的关注。有趣的是，那些最欢迎对冲基金的国家也正是拥有对冲基金的国家。

随后2007—2009年金融危机来临，每个关于金融的论断都遭到质疑。20世纪90年代的混乱还可以视为为复杂的杠杆融资所带来的收益而交的尚可接受的学费，但是2007—2009年的骚动却诱发了20世纪30年代以来最严重的衰退。对冲基金也不可避免地受到了影响。

> 2007年7月，一只名为索务（Sowood）的对冲基金破产，2007年8月，约有12只量型对冲基金同时减持，这导致了股市的大幅振荡以及几十亿美元的亏损。到了2008年，形势更加严峻。雷曼兄弟公司的破产使一些对冲基金的资金被套，随之而来的混乱也使其他的绝大部分对冲基金遭受损失。

对冲基金需要钱，可是在雷曼事件之后的数周内都没人把钱借给任何人；对冲基金的策略建立在做空的基础之上，可是政府在雷曼带来的恐慌后对做空进行了限制，此时，对冲基金只能依赖于随时可能撤资的投资者的耐心。不过当世界末日似乎要到来的时候，投资者也没了耐心，他们撤回资金，而有些基金设置了一些门槛来阻止。现在，对冲基金带来的风险超过收益不是很明显了吗？它不但没有带来大稳健，反而引发了大震荡。

这个结论看上去很有道理，但无疑是错误的。这次巨变确实表明金融系统有问题，可是并不能表明对冲基金就是问题所在。

> 首先，这证明中央银行必须另寻他法实施货币政策，它们必须

挤出泡沫，而不是注重消费价格的通货膨胀而忽略资产价格的通货膨胀——这也是从1994年对冲基金崩盘就该吸取的教训。如果美联储在2005年以前就抑制杠杆效应，提高利率，局面就不至于如此离谱，美国居民就不会将负债与GDP之比从1997年的66%增加到10年后的100%；办理房贷的金融机构也不会不顾对方的还款能力而放出那么多贷款；房利美和房地美这两家政府特许的房贷机构也绝不会亏损到重新让政府接管；花旗之类的银行和美林之类的经纪商也不会挥霍无度，疯狂地发放导致最终崩溃的住房抵押贷款证券。

美联储之所以允许这种无限制的贷款，就是因为它只关注消费价格的通货膨胀，并认为忽略泡沫不会有什么问题。2007—2009年的危机证明了这个想法有多么荒谬。当贷款的成本接近于零的时候，人们就会无限度地贷款。

这次危机也表明金融公司充斥着过度冒险动机，最明显的问题是"大而不倒"。华尔街的大企业胆敢冒险是因为它们指望纳税人帮它们埋单，而其他企业也煽风点火是因为它们相信政府会提供支持。不过"大而不倒"的问题主要存在于那些政府确实给予帮助的机构：商业银行有花旗，前投资银行有高盛和摩根士丹利，保险公司有美国国际集团，货币市场基金也在危机最严重的时候得到了政府的紧急担保。对比之下，对冲基金没有靠任何直接的纳税人的援助捱过了这次危机——政府没有援助它们的先例。哪怕是1998年长期资本管理公司衰亡时，美联储接管了公司的善后事宜，但也没有提供任何资金弥补公司的亏损。在那之后，也许有超大规模的对冲基金证实了自己确实"大而不倒"，这也是为什么最大的、负债率最高的对冲基金与高盛以及摩根士丹利有着同样的监管规则的原因。不过，绝大部分的对冲基金规模还是很小，不足以威胁整个金融体系。它们的倒闭不会带来严重的问题，尽管它们跌得很惨。

另一种形式的动机来源于交易员的薪酬机制。交易员冒着巨大的风险，如果赌对了，他们能赚钱；但如果赌错了，却没有相应的惩罚——他们拿不到绩效费和奖金，但报酬总不会是负的。同样，这种"赢了我赚，输了你赔"的问题在银行比在对冲基金更突出。**对冲基金倾向于用高水位线条款：如果交易员某年有亏损，那么他们在弥补亏损之前会减少甚至是拿不到绩效费。**绝大多数对冲基金的老板把自己的钱放在基金里面，所以他们是在用部分属于他自己的

钱在冒险——这是避免亏损的一个强大动机；对冲基金创始人把自身形象和公司紧密联系在一起，所以在财务波动的同时，他们也是拿自己的声誉在冒险。对比之下，银行就没有这么多束缚，它们就是简单地拿着别人的钱冒险。在用到杠杆效应的时候，对冲基金比银行谨慎得多也就不足为怪了。平均来说，对冲基金只借入投资者资金的1~2倍，即便是高负债的对冲基金，一般借款也少于10倍。而像高盛和雷曼兄弟之类的经纪商在危机前负债率高达31倍，花旗之类的银行更高。[①]

正是对冲基金的组织形式造成了这种偏执的状况。银行是结构完善的机构，老板安逸，而对冲基金是暴发户，老板觉得熬个通宵搞定一笔交易根本不算什么；银行在政府存款保险的帮助下从居民手中收集存款，而对冲基金在向客户筹资之前就得证明它们能控制风险；银行知道它们面临流动性危机时会得到中央银行的紧急贷款，所以它们觉得依赖短期贷款根本没什么，而对冲基金没有这种保证，所以越来越不愿意依靠短期贷款；银行认为只要借款人能还款就什么问题都没有，而对冲基金的投资组合采取逐日盯市制度，也就是说借款人将来可能带来麻烦的一点点的风险变动都会立即影响对冲基金的盈亏；[②]银行的投资判断常常受承销费或咨询费的影响，而对冲基金的生死存亡都由其投资表现决定，所以它们更加专注。基于所有这些原因，**对冲基金的正确定义应该强调它们的独立性，而那些附属于大银行的所谓的对冲基金缺少真正的对冲基金特性——偏执和单一。**

•

在我2010年初完成这本书的时候，监管者似乎对金融业进行了严格的限制。从很大程度上来说，他们的举动是正确的。在金融业的鼎盛时期，金融公司占据了太多的人力资源，它们所冒的风险让社会付出了高昂的代价。不过在将对冲基金归于监管之列前，华尔街的评论家们应该停下来好好想想：

> 到底谁能比较好地管理风险？是那些要么破产要么靠政府埋单的商业银行和投资银行，还是一味兜售货币市场产品迫使政府支持的共

① 2008年底，花旗集团总资产与有形资产净值之比达到56:1。2007年底，瑞银集团（UBS）的权益超出总资产53倍。——作者注

② 对冲基金确实不是时时彻底地盯市，有证据表明它们篡改数据以降低收益的波动。然而，对冲基金确实比其他金融机构，尤其是银行，更密切地根据市场调整资产价格。——作者注

同基金公司？到底哪种情况这些评论家更喜欢？是风险集中使得纳税人也深陷其中的大银行，还是风险分散到从不指望政府救援的小规模对冲基金？

这次危机也综合了金融的核心问题——道德风险。那些得到政府援助的银行在下次即将破产的时候会期望政府再次伸出援手，基于这种预期，它们并没有太强烈的动机促使它们避免过度冒险，这也使它们的破产成为可能。资本主义只有当所有机构都必须为它们所冒的风险埋单的时候才会奏效。当银行将成功时的收益归为己有，却将失败时的损失转嫁给他人的时候，失败就几乎是必然的。

如果决策者们真的是在从2007—2009年的这场危机中吸取教训，他们就应该有复杂的相互交错的目标，对大型金融机构加以限制，根据小型专业公司风险管理的合格程度促进其发展，将资金从那些需要纳税人埋单的机构转向那些自立的公司，减少规模太大的公司，鼓励小公司的发展。**阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯以及他的成功表明银行业大型公司的替代形式已经存在，金融业的未来将取决于对冲基金的过去。**

MORE MONEY THAN GOD | 第1章

谁缔造了对冲基金第一个神话

在美国迎来第二个黄金时期之际，在21世纪首次金融危机来临之前，很多对冲基金经理已经成为资本主义实际意义上的主宰。经济全球化带来了毫无征兆的繁荣，这种繁荣带来了巨额财富，而这种财富都聚积在看似波澜不惊实际上却大量获益的基金公司。就在2003—2006年的3年间，前100名对冲基金的资金翻了一倍，达到10 000亿美元——这些钱足够买下在上海股票交易所上市的所有股票，也等同于加拿大一整年社会产出的总值。人人都认为对冲基金现象是新的、史无前例的，是一个新时代的标志性事物。“为对冲基金运作数亿美元的资金，并从中赚取几千万成为众多金融精英去华尔街的目的。”某一杂志文章的作者如是说。而另一名作者说：“对冲基金是股票市场发展的最终形式，是当前崇拜成功的合理的延伸。”

不过对冲基金并不是新事物，也并非史无前例。上一段引用的第一句话出自2004年发表在《纽约》杂志上的一篇文章，而另一句话也是来源于该杂志，来自于差不多同样的文章，不过这篇文章发表于40年前。

> 2004年的那篇文章称赞对冲基金经理是那种“能连续22天正确预测市场走向的人”，而1968年的文章则表明“对冲基金经理能连续7周每周盈利20%”。2004年的文章抱怨说“他们不仅傲慢狭隘，而且低调”，1968年的文章则说“大部分的对冲基金经理不愿谈论他们的成功”。

如果对冲基金经理就像新世纪的IT精英那样出现——如果他们取代了20世纪80年代的融资收购巨头和20世纪90年代的网络精英——需要记住的是他们也是更早时期的风云人物。20世纪60年代繁荣时期，一篇著名的报道说，一个对冲基金经理“可以远离市场但仍然清楚怎么和市场的步调合拍。如果你真的能够预知将来，那么你甚至不需要知道目前的状况，不需要弄清目前的状况……你可以不看那些新闻，因为那些东西你早在几个月之前就预测到了”。

第一个对冲基金时代最大的神话就是阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯，我们之前已经提到过。他在1968年发表在《纽约》杂志上的一篇文章里被奉为业界“鼻祖”，但他并不是华尔街元老：和许多后来的对冲基金巨头一样，他在对这个行业若即若离的同时改变了金融的性质。1949年，当琼斯发明一种他命名为“对冲基金”的投资工具时，资金管理还是单一、保守的，其从业者被称为“受托人”，他们的工作只是保持本金，而不是寻求增值，就连富达（Fidelity）和宝德信（Prudential）这样的资产管理公司的老大也是如此。用作家约翰·布鲁克斯（John Brooks）的话说，一个很好的受托人应该“绝对地诚实和稳重，他的白发整齐但不呆板，他的眼睛蓝而镇定”。但琼斯不是。在他转向金融业之前，他已经尝试了很多其他行业，他和一些并不是很清醒的作家和艺术家交朋友，尽管他后来成了超资本主义对冲基金之父，但他还是在年轻时花了很多时间研究马克思主义。

> 琼斯生于1900年9月9日9时，这个事实后来被他多次提及。他的父亲是通用电气在澳大利亚的业务主管，一名驻澳的美国人。鉴于这种背景，他们是澳大利亚第一个有车的家庭。在一张正式照片上，3岁的琼斯穿着白色上衣、戴着白色水手帽，他的一边坐着衣着笔挺的父亲，另一边坐着戴精美羽毛装饰礼帽的母亲。他们回到位于纽约斯克内克塔迪的通用总部后，琼斯就在当地上学，并遵照他们家的传统进了哈佛大学。不过1923年毕业的时候，他却不确定自己要干什么：毕业于常春藤大学的学生所选择的常规职业他都不感兴趣。那时爵士乐时代[①]已经开始，斯科特·菲茨杰拉德（Scott Fitzgerald）在《了不

① 从第一次世界大战结束到大萧条之前的那段时期。——译者注

起的盖茨比》(*The Great Gatsby*)中塑造了一个放荡不羁的非英雄形象。瘦瘦的、高高的、有着随和的性格和浓密的头发，琼斯与菲茨杰拉德所塑造的这个人物形象非常吻合，不过琼斯对于生活有很多别的想法。他继承了父亲的旅游嗜好，签约成为一艘不定航线的不定期货船上的事务长，他花了一年时间周游世界。后来，他做过出口买家，也在一个投资咨询公司做过统计分析师，又漫无目的地做了些别的之后，他参加外交部考试，进入美国国务院。[①]

琼斯在1930年12月作为美国副领事被派往柏林，当时德国的经济处于下滑阶段：那年社会产值下降了8%，失业人数达到450万；在3个月之前的大选中，名不见经传的国家社会党得益于全民的愤怒，在国会赢得了107票。琼斯的工作使他必须面对德国的难题：他写了两篇关于德国工人状况的文章——一篇谈论食物，另一篇谈论居住。不过在遇到左翼反纳粹名士安娜·布洛克（Anne Block）之后，他在德国的工作变得和感情相关。安娜出身于犹太银行世家，她漂亮、妩媚，也很聪明。她曾经借助柏林一家医院的产房逃过纳粹分子的检查；几年后，她卷入巴黎的地下组织，她相信自己可以带着个纸箱入住伦敦最好的酒店。当1931年琼斯遇到安娜的时候，她正在列宁主义组织工作，并且单身，之前她经历过两次婚姻。琼斯被安娜的社会主义热情与迷人的气质所折服，他成为帮她达到政治和私人目的的工具。

琼斯和安娜秘密结婚，但是这段婚姻仍然很快被曝光。这迫使他于1932年5月向美国国务院辞职，那时他进国务院不过一年半的时间。不过他和德国的关系并未到此结束。他在1932年秋天返回柏林，化名为理查德·弗罗斯特秘密为列宁主义组织工作。第二年，他作为组织在伦敦的代表，化名为H. B. 伍德试图说服崇尚和平的英国工党认识到武装反抗希特勒的必要性。英国当局对琼斯的行为越来越怀疑，后来他们发现他在柏林上过由德国共产党组织的马克思主义工人学校。一位美国国务院职员在回复伦敦方面的质疑时写道："这就不难理解为什么琼斯先生在外交部工作的同时还对共产主义感兴趣了。"

德国对希特勒的反抗根本不切实际，琼斯和安娜的关系也是，这对夫妇几

---

① 根据美国国务院的记录，琼斯从1924年至1926年身为出口交易员，从1926年至1928年在一家投资咨询公司做统计分析。——作者注

个月之后就离了婚。1934 年，琼斯离开伦敦去了纽约，成为哥伦比亚大学社会学专业的研究生，并与一位来自弗吉尼亚庄园的中产阶级女孩玛丽·伊丽莎白·卡特（Mary Elizabeth Carter）结婚。但是，如果说琼斯的生活似乎在向传统转变的话，那么这种转变也是不彻底的——他在 20 世纪三四十年代这段时间一直与德国左翼保持着联系，而且参与了美国情报局的活动。[①] 和玛丽结婚后，他于 1937 年前往饱受战火摧残的西班牙度蜜月。他的第二次婚姻使他和作家多罗茜·帕克搭便车去了前线，途中还遇到了拿威士忌款待他们的欧内斯特·海明威。

琼斯先在德国、后来又在西班牙所目睹的欧洲的崩溃不过是发生在美国的混乱的一个极端情况。《了不起的盖兹比》被约翰·斯坦贝克（John Steinbeck）的《愤怒的葡萄》（*Grapes of Wrath*）所取代，爵士乐时代也让位于大萧条。在华尔街，1929 年 10 月的暴跌之后是 20 世纪 30 年代早期的一系列崩溃。投资者从市场撤离，忙乱的经纪业务变得冷清。据说从证券交易所旁边著名的街道经过时，透过开着的窗户只能听到玩西洋双陆棋时掷骰子的声音。因为青年时期和左翼组织秘密交往的冒险经历，琼斯比以前更加深入地看待这次混乱，他大胆地与那个时代最严峻的问题做斗争，但是由此而得出的结论却比较温和。

琼斯的政治生涯源自他作为社会学家和记者所写的文章。当 20 世纪 30 年代末期纳粹党横行欧洲时，琼斯便以此作为博士论文的选题，想看看同样的灾难会不会降临到自己的国家。他的论文选题反映了对政治左翼阶级的关注。他热衷于弄清美国人的经济状况和他们对待财富的态度之间的关系，目的是“找出在潜意识里，我们联合到什么程度、分裂到什么程度”。1938 年末至 1939 年初，琼斯离开玛丽来到俄亥俄工业冲突的中心区阿克伦，组织一个团队进行了 1~700 次实地采访。他对采访数据进行了一系列的统计测试，结果显示严重的

---

① 据研究德国左翼反纳粹组织的历史学家赫维茨所说，20 世纪 30 年代中期琼斯在列宁主义组织工作，该组织现在改名为“新起点”（Neu Beginnen），位于纽约。此外，赫维茨推测琼斯参与了美国情报活动。据在巴黎的美国大使馆的记录，琼斯在 1937—1939 年一直与美国国务院保持联系，在这期间他获得了“租金津贴”——可能是由美国国务院提供的，用于与德国保持秘密联系。此外，美国国务院的文件显示，1944 年 4 月国务院正考虑为琼斯安排军事延期，这表明琼斯在脱离政府十多年之后，还一直与政府有联系。——作者注

经济差异并未导致世界观的显著差异。这是对他青年时期社会主义假设的否定，以及对美国民主活力的证明。

琼斯的论文于 1941 年以《生命、自由和财产》（*Life, Liberty and Property*）为名出版，并成为标准的社会学教科书。同时它也使琼斯投身于另一职业——记者。《财富》杂志发表了这篇论文的浓缩版，并提供给琼斯一份工作，他高兴地签了约，即使他发现写作是个艰难的过程。在 1942 年发表的一篇文章中，琼斯警告说一旦战争结束，罗斯福的经济统治就需要取消。琼斯对市场的尊重——确认了他从社会主义向政治中心的转变——也一直与他对再分配计划的兴趣相夹杂。他在《财富》杂志中写道：**"理想的情况是个矛盾体，在保护自由市场的时候尽量保守，在保证民众福利的时候尽量激进。"**

1948 年，一个《财富》杂志的约稿给琼斯提供了转向金融业的契机。早在 20 年前离开那家投资咨询公司后，他基本就忽略了这个领域。由此形成的文章于 1949 年 3 月以《预测的时尚》（*Fashions in Forecasting*）为题发表在《财富》杂志上，文中预测到了继他之后的很多对冲基金。

> 文章开头部分批判了"传统的老套的预测股票市场走势的方法"——也就是根据货运汽车装载、商品价格以及其他经济数据来确定股票应该如何定价。这种市场估价的基本方法未能抓住当前状况，对此琼斯引用了股票已经变化而经济数据却未改变的一些例子。批判了基本分析方法后，琼斯把重点转移到一个他认为更有效的前提——价格的变动由投资者可预测的心理模式造成。钱可能很抽象，只是一串数字符号，但它也是一个媒介，通过它，贪婪、恐惧和嫉妒都呈现出来，它是大众心理的反映。如果社会学家觉得这个假设很有道理，那也是很正常的。

琼斯相信投资者的心理造成了股票价格的趋势性。股市的上涨使投资者变得乐观，进而使得市场进一步上涨，然后投资者更加乐观，往复循环。这种循环使得股票价格上涨，形成了一个可以据此获利的趋势。当投资者心理逆转的时候，这种假象就会破灭：当这种循环将价格推到一个不可支撑的水平，贪婪就会转向恐惧，变动就会逆转。琼斯在《财富》杂志中描绘的"图表专家们"为找到这个临界点提供了全新的方法。一些人认为，如果道琼斯指数在上涨，

而大部分个股都下跌，则反弹即将逐渐消失；其他人则认为，如果股票价格上涨，但交易量在下降，就说明牛市缺乏多头支撑，市场很快会逆转。但大家都认为股市图表是金融成功的核心，因为图表中的趋势可以重复。

尽管琼斯很尊重图表预测专家，但他似乎对经济学学术界一无所知。1933年和1944年，统计经济学的创始人之一阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）发表了两篇评论金融从业人员提出的大量投资建议的文章。第一篇文章的题目是《股市预测者能预测吗》（*Can Stock Market Forecasters Forecast?*），该文章只有五个字的摘要回答了这个问题："这值得怀疑。"琼斯在《财富》杂志上选择性地引用了考尔斯的成果，顺带提到他发现了月数据存在趋势的证据，却没有提及在考察为期三周的数据时，考尔斯并没有找到这种"序列相关"的证据，也没有提到他的结论是：在市场上的任何现象都太微弱、太不可靠，不足以据此交易以盈利。不过，撇开琼斯对考尔斯的文章并未仔细研读不提，至少在一点上琼斯和考尔斯的观点是一致的：他们都认为，**成功的市场预测无法持续，预测趋势的每个过程都可能破坏它。**

例如，假设一个图表分析专家可以说出，什么时候上升趋势将会持续一段时间然后直至市场达到一定程度时反转，然而资金就会反映这种说法，直接将价格拉高到预测的水平，这种趋势就会被扼杀在摇篮中。这样的话，预测者就在加快市场运作的同时也使自己丢了工作。就像琼斯在《财富》杂志的文章中断定的一样，价格趋势会停止，市场将"相对温和地、有秩序地波动，并只反映基本面的变化"。

就他不可能预见的程度来说，琼斯预测了对冲基金的历史。此后的几十年，一波波的金融创新提供了从市场获利的机会，而且许多人发现，一旦他们的见解被足够多的投资者所理解，获利机会就会消失，因为市场已经变得更加有效。在20世纪五六十年代，琼斯本人也试图赋予市场一个新的功能，可是这种变化的性质远远出乎他的意料。

当1949年3月该文章发表在《财富》杂志上的时候，琼斯已经推出了世界上第一只对冲基金。这并不是说他突然对金融有了热情，相反，他更专注于自己从自由主义到社会主义再到自由主义的政治转变，并很乐于在

位于康涅狄格州的新家里种些花花草草。[1] 但是，现在他已经四十好几，有两个孩子，还有他钟情的奢华的纽约品味，他知道他需要钱。靠做记者赚更多的钱看来已不可能：他离开了《财富》杂志，并希望推出一个新的杂志，但两套计划都未能吸引到资金支持。由于出版业受阻，琼斯转向计划B，他从四个朋友那里筹集到60 000美元，加上自己的40 000美元，开始尝试投资。琼斯在那之后20年的投资纪录是有史以来最引人注目的。

> 到1968年，他的累计回报率几乎高达5 000%，这意味着1949年投资的10 000美元现在相当于整整480 000美元，他远远超过了他的竞争对手。例如，在1965年之前的五年里，他的收益率是325%，远远超出了当时最热门的共同基金225%的收益率。在1965年之前的10年里，琼斯的收益率差不多是他竞争对手的两倍。以此来看，琼斯这些年的业绩甚至可以和巴菲特相媲美。

琼斯的投资事业始于百老汇街上一个只有半间房的办公室。他从他的一个投资者温斯洛·卡尔顿（Winslow Carlton）旗下的保险公司租了一些地方，温斯洛·卡尔顿是个喜欢打领结、穿蓝色白领衬衫的衣着讲究的人，开着一辆豪华的柏加敞篷车。在创业初期的一些天里，早上卡尔顿开车到琼斯在萨顿宫30号的公寓接他，然后他们一起到东区的办公室，他们在这里根据预测进行交易。琼斯的桌上放着一台皇家打字机，一本竖放着的字典，交易室里还有一个证券交易指示器、一个靠手动的电动计算器以及一张用来午休的沙发。

琼斯着手看他是否能将图表分析家的建议转变为投资收益，不过，真正的创新其实是他的基金组织形式。专业投资者通常的做法是在股市即将上涨之前大量买入股票，而在股市即将下跌之前则将股票变现，持有大量现金。不过，琼斯对这种做法进行了改进。

> 当图表暗示牛市来临时，他不只是将资金100%地投入股市，而是借款投入150%的资金，也就是说，他拥有相当于他资金1.5倍的股票；另一方面，当图表暗示熊市来临时，琼斯并不仅仅将股票变现，他通过做空股票减少风险，也就是说，基于股价下跌的预期，他向其

---

① 在帮助完成25周年版的《哈佛年册》时，琼斯写了大量关于1948年初他的兴趣的问题，其中有一整段是关于他的政治观点和对园艺的兴趣，但金融却未提及。——作者注

他投资者借入股票并卖出，到时候再以低价买入，这样便可获利。

杠杆效应和卖空策略在20世纪20年代的时候都被用到过，不过绝大部分都是一些拿自己的钱投资的人。[①]但是1929年的灾难让这两种方法臭名远扬，对受托打理他人存款的专业人士来说，它们过于激烈。琼斯的创新就是看这些方法怎样可以不过激，他通过"投机的手段达到保守的目的"，他总是这样说。即便那些图表没有迹象表明市场要跌，琼斯也通过做空一部分股票作为一种惯常的预防措施，以保证他的投资组合能够对抗市场风险。这使得他能大量买入有希望升值的股票而不必担心道琼斯指数下跌："你可以买入更多的股票而比那些只做多的人冒更小的风险。"一旦市场趋势不明朗，传统的投资者就得卖出像施乐（Xerox）或宝丽来（Polaroid）之类的热门股票，而对冲基金却可以通过选择股票获利，即使是在市场似乎被高估的时候。

在1961年私下散发给外部合伙人的招股说明书中，琼斯用一个例子解释了套期保值的魔力。假设有两个投资者，给他们每人100 000美元，再假设他们同样擅长选股，而且对市场持乐观态度。第一个投资者用传统的基金管理原则投资，用80 000美元买他认为的最好的股票，剩下的20 000美元买无风险债券。第二个投资者按琼斯的方法投资，借入100 000美元使资金总额达到200 000，然后用130 000美元买好股票，卖空价值70 000美元的不好的股票。这使第二个投资者在做多时有了多样化的优势：有130 000美元，他可以买更大范围的股票；这同时也使他有较低的市场持有：用价值70 000美元的空头平衡70 000美元的多头，所以他的"净持有"为60 000美元，而第一个投资者是80 000美元。这样，对冲基金的投资者就同时拥有了较低的择股风险（因为多样化）和较低的市场风险（因为套期保值）。

---

① 琼斯为什么有这个想法不得而知。他可能知道由价值投资之父、巴菲特的导师本·格雷厄姆经营的投资合伙公司。格雷厄姆的合伙公司在许多方面和对冲基金类似：他做空也做多，收取绩效费，并利用杠杆效应，尽管他们有一点不同：他似乎并不考虑资产组合的整体风险，这个风险琼斯由"速率"来衡量，后文将会解释。据1954年加入琼斯公司的理查德·拉德克利夫（Richard Radcliffe）所说，琼斯的另一个灵感可能源自于一个名为罗伊·纽伯格（Roy Neuberger）的具有传奇色彩的经纪人。作家亚当·斯密在其未发表的对纽伯格的人物简介中说，纽伯格在20世纪20年代来到华尔街，他没有完成大学学业，但是他能够平衡投资的空头和多头。当1929年崩溃来临时，大多数投资者都亏损了，而纽伯格却毫发未伤。纽伯格通过他的邻居认识了琼斯。纽伯格告诉亚当·斯密："那时他刚开始运作一只真正的对冲基金，我成了他的经纪人。这个过程对我来说很熟悉，他的账户对我们也很重要。"——作者注

还有更好的。看看套期保值对琼斯所获利润的影响。假设股市平均上涨了20%，而且由于他们善于选择股票，琼斯例子中的投资者所选股票的上涨比市场高10%，也就是上涨了30%。套期保值投资者做空的部分也不错：如果指数上涨20%，因为他选择了表现低于平均水平的公司的股票，他做空的股票只上涨了10%。这两个投资者的投资结果如下（见表1—1）：

表1—1　　股市上涨时两种投资者的投资收益

传统投资者	套期保值投资者
价值80 000美元的股票赚30%	价值130 000美元的股票赚30% 价值70 000美元的空头亏10%
赚：24 000美元	净赚：39 000 – 7 000 = 32 000美元

这个结果似乎违背了投资的基本规则——只有承担高风险才能赚取高收益，而套期保值投资者赚得更多，尽管他承担的市场风险和择股风险更小。

再来看看市场下跌的情况（这个方法带来的效果更好）：如果市场下跌20%，两个投资者所选的股票还是比市场平均好10%，结果会是这样（见表1—2）：

表1—2　　股市下跌时两种投资者的投资收益

传统投资者	套期保值投资者
价值80 000美元的股票亏损10%	价值130 000美元的股票亏损10% 价值70 000的空头赚30%
亏：8 000美元	净赚：21 000 – 13 000 = 8 000美元

总的来说，对冲基金在牛市和熊市的表现都比较好，因为它所承担的风险较小。当然，只有在投资者善于选择股票的时候这个结论才成立，一个不善于选股的人用琼斯的方法，可能使他的劣势放大。不过，既然套期保值有这么多优势，那么为什么其他基金经理没有效仿呢？

答案首先是因为卖空，就像琼斯在发给投资者的报告中指出的，这是“一个鲜为人知且能毫无理由地吓跑投资者的方法”。而这个恶名自大萧条时期它就背上了，并将一直延续下去；在2008年的恐慌期间，监管机构对这个方法进行

了限制。不过，琼斯耐心地解释说，**成功的卖空者起着一个对社会有用的逆向操作的作用：通过出售高于合理价位的股票，他可以在泡沫出现时就加以抑制，然后通过价格下跌后将那些股票买回，他可以提供一个软着陆。**卖空者绝对不会助长投机，而是缓和市场的波动——这是对冲基金经理后来反复想要说明的，不过这个恶名还是没有洗刷掉。

不过其他投资者不用琼斯的方法还有别的原因。从一定程度上来说，做空不好的股票也不会比做多难，它们的思维过程是一样的，只不过是倒过来了——现在不是要找收益快速增长的股票，而是要找增长缓慢的股票；不是要找管理得力的公司，而是要找管理松散的公司。但是，从另一方面说，做空确实更难。由于对这种方法的不合理的偏见，卖空面临更严厉的税收和监管。而且，做多的投资者其潜在利润可以是无限的，而卖空者最多只能赚 100%，就是股价降到零的时候。此外，一旦投资组合需要改进，卖空也只是作为套期保值战略的一部分，这也正是琼斯比他的同时代人高明的地方。

这种改进源于某些股票的上下波动幅度比其他股票大，它们有着不同的波幅。买入价值 1 000 美元的波幅小的股票并卖空价值 1 000 美元的波幅大的股票，并不是一个真正的套期保值：如果市场平均上涨 20%，波幅小的股票可能只涨 10%，而波幅大的股票也许涨了 30%。于是琼斯衡量了所有股票的波幅，并与标准普尔 500 指数的波幅相比较——琼斯将这种波幅称为“速率”。[①] 例如，他考察了自 1948 年以来西尔斯 - 罗巴克（Sears Roebuck）的大幅价格波动，并确定它的波幅相当于市场平均值的 80%，于是他就将西尔斯 - 罗巴克的“相对速率”定为 80。另一方面，有些股票的波幅大于整个大盘，比如通用动力公司的相对速率为 196。显然，买卖同等价值的西尔斯 - 罗巴克公司和通用动力公司的股票就不是真正意义上的套期保值。比如，如果琼斯的基金以每股 50 美元的价格卖空 100 股波幅较大的通用动力公司的股票，那就得持有 245 股每股 50 美元的波幅较小的西尔斯 - 罗巴克公司的股票才能中和基金的风险。

在向投资者出具的报告中，琼斯这样解释这个问题（见表 1—3）：

---

① 理查德·拉德克利夫回忆说速率的计算有点费劲：“我们找出市场的 5 次高点和 5 次低点，考察在那些点时股票的表现……有时它们并不是真正意义上的高点，所有比较粗略……离开公司后我也给我的对冲基金算，但后来我发现根本不值得。”——作者注

表 1—3　　套期保值示例

买入	卖空
245 股西尔斯 - 罗巴克股票，每股 50 美元 245 × 50 = 12 250 美元	100 股通用动力公司的股票，每股 50 美元 100 × 50 = 5 000 美元
12 500 美元 × 西尔斯 - 罗巴克的速率 0.8 = 9 800 美元	5 000 美元 × 通用动力的速率 1.96 = 9 800 美元

琼斯指出投资的好坏并不取决于股票的速率：波幅小的股票可能会表现不错，波幅大的股票可能会表现不好。不过要理解一只股票对投资组合的影响，就得根据它的速率调整持股的多少。

琼斯的另一个创新是将他的基金通过选股所赚的钱和通过规避市场风险所赚的钱进行了比较。多年以后，这种区别变成了老生常谈：投资者将技术性的选股收益称为"α"，消极地通过规避市场风险赚取的收益则称为"β"。但琼斯从一开始就关注他的利润来源，这反映了他在阿克伦的紧张局势中所练就的统计方面的才能。每天晚上，有时借着孩子们的帮助，他会在《世界电报》（*World Telegraph*）或《太阳报》（*The Sun*）上找出股票的收盘价，并用铅笔记录在一本卷了角的皮面书上。然后，他就会做出如下的推理：

> 买入股，价值 130 000 美元，需要上涨 1 300 美元才能和市场 1% 的涨幅匹配，但实际上涨 2 500 美元，相当于 1 200 美元或 10 000 美元权益基金的 1.2% 的差异源于好的股票选择。
>
> 卖空股，价值 70 000 美元，也该上涨 1%，造成损失 700 美元，但实际损失仅为 400 美元，300 美元或者说 0.3% 的差异源自于好的股票选择。
>
> 净买入股票价值 60 000 美元，市场上涨 1% 使我们赚取 600 美元，也就是 0.6%。我们的总收益为 2 100 美元，相当于权益基金的 2.1%。其中 1.5% 源自选股，剩余的 0.6% 基于市场风险。

从两个层面上来说，琼斯的计算令人印象深刻。在电脑普及以前，计算股票的波幅是件费力的事，而琼斯和他为数不多的员工在两年时间里完成了约 2 000 家公司波幅的计算。但是，这只是学术概念的突出性容易为人所知，而不

是琼斯的耐心。他的这种费劲的技术反映了20世纪五六十年代金融学术界的重大突破。

1952年，就在琼斯创立自己的基金3年后，随着一篇名为《投资组合选择》（*Portfolio Selection*）短文的发表，现代投资组合理论诞生了。文章的作者是位年仅25岁的硕士生，叫哈里·马科维茨（Harry Markowitz）。他的主要观点有两个方面：**其一，投资的艺术不仅仅是将收益最大化，而是将风险调整收益最大化；其二，投资者所承担的风险大小不仅取决于他所拥有的股票，还取决于股票之间的相关性。**琼斯的投资方法和这两点基本吻合。通过关注股票的速率，琼斯有效地控制了风险，这与马科维茨的主张不谋而合。而且，通过平衡多头头寸和空头头寸的波动性，琼斯的方法反映了马科维茨的“投资组合风险取决于股票之间的相关性”的观点。[①]

琼斯的方法比马科维茨的理论更实用。因为不具有可操作性，1952年的这篇文章在华尔街被忽视了好些年：算出1 000只股票的相关性需要500 000次的计算，而必要的计算机设施却跟不上。20世纪50年代中期，马科维茨不过试图估算25只股票的相关性，就发现耶鲁经济系连这个对计算机内存的要求也满足不了。这也促使另一个未来的诺贝尔奖获得者威廉·夏普（William Sharpe）着手对其进行改进，使马科维茨的结论变得可操作。在一篇名为《投资分析的简化模型》（*A Simplified Model for Portfolio Analysis*）的论文中，夏普用一个更简单的方法代替了股票之间的复杂关系的计算——计算每只股票和大盘指数之间的相关性。这完全就是琼斯发明的速率计算。到1963年夏普发表这篇论文的时候，琼斯用这个方法已经不止10年了。琼斯还反映了另一名诺贝尔奖获得者、现代投资组合理论之父詹姆斯·托宾（James Tobin）的成果。

> 托宾在1958年提出了一个后来被称为“分离理论”的想法，这个理论认为，投资者对股票的选择应该与他的风险偏好分开。20世纪50

① 关于琼斯的创新价值为什么被低估，我们可以从彼得·伯恩斯坦（Peter L. Bernstein）最广为人知的（和可读性最强的）投资理论历史书《投资新革命》（*Capital Ideas Evolving*）中的一个细节略知一二：“马科维茨的著名论断‘你必须同时考虑风险和收益’，现在听来就像个口号，但在1952年，将风险与报酬并重绝对是个全新的观点。”伯恩斯坦似乎并不知道琼斯正是基于这个观点在管理资金。——作者注

年代，许多投资顾问都认定特定类型的股票适合于特定类型的投资者：寡妇就不适合施乐之类的高风险股票，而一个成功的企业主管也不应该对美国电报电话公司之类的没什么起伏的股票感兴趣。托宾的观点在于为什么这是错误的，投资者对股票的选择可以与他愿意承担的风险大小没有关系。如果投资者是风险厌恶型，他就应该购买最好的股票，但只用他积蓄的一部分；如果投资者是风险偏爱型，他应该购买完全一样的股票，并借钱来买更多。

但在托宾发表这篇具有开创意义的文章之前9年，琼斯就有了同样的观点。他的基金决定的第一件事就是买哪些公司的股票，第二就是用杠杆效应决定冒多大的风险。

20世纪五六十年代，几乎没人理解琼斯的投资方法。基于他一贯的秘密癖，琼斯预示了对冲基金业的未来。在欧洲的秘密活动教会他如何在危机遍布的环境中生存，他有很多理由将同样的方式用于金融。首先，琼斯不想让竞争对手知道他的投资方法：去过琼斯在百老汇街办公室的经纪人大力盘问他们看好的股票，不过最后还是不知道他们的想法。同样，琼斯尽量避免别人注意到修华及柯塞尔律师事务所（Seward & Kissel）的律师理查德·瓦伦丁（Richard Valentine）为他设计的税收漏洞。

瓦伦丁是一个平时心不在焉却具有创造力的天才：他曾经打电话到同事家，长篇累牍地讲了他最新的税务方面的想法，却完全忘了对方是同事年仅5岁的孩子。瓦伦丁意识到，如果管理人员不是拿固定的绩效费，而是参与基金投资利润的分配，他们会按资本所得征税：考虑到当时的个人所得税税率，这可能意味着只需要交25%给政府，而不是91%。[①]

① 从1951—1964年，一般收入的税率最高是91%，而同时期资本所得的最高税率是25%。1965年，对一般收入的最高税率降到70%，并一直持续到1968年。修华及柯塞尔律师事务所的瓦伦丁还发现退出的合伙人可以用未实现资本所得的股份作为报酬，从而降低对冲基金的税负；他也为很多成功的对冲基金，特别是老虎基金巧妙地安排了税务问题。约翰·特维思回忆说："他几乎可以找到任何问题，并找到许多可能的解决方案，他可以立马想出5个办法。"克雷格·德里尔（Craig Drill）回忆说："每个做对冲基金的并知道这个的人都对此保密了10年、20年、甚至30年。——作者注

琼斯及时地向他的投资者收取收益的20%，并称这是基于地中海区的惯例，而不是税法。他告诉大家，腓尼基商人总是扣留成功航行所得利润的20%，再将剩余的分给投资者，他仿效的正是这种利润分配方式。借着这个令人印象深刻的故事的掩护，琼斯的绩效费（为了与需要按正常的个人所得税纳税的奖金相区分，这个被称为"绩效再分配"）愉快地为对冲基金的后代所接纳。

琼斯保密的原因并不仅限于避开竞争对手和减税，还用于逃避监管。他拒绝根据1933年的《证券法》（*Securities Act*）、1940年的《投资公司法》（*Investment Company Act*）和《投资咨询法》（*Investment Advisors Act*）登记注册，辩驳说这些法律对他都不适用，因为他的基金是"私人的"。不根据这些法律登记是很关键的：这些法律对琼斯套期保值策略的两个关键点——借款和卖空——都有限制，而且还有收费的限制。

为了证明他的基金是私人的，琼斯从未向投资者大肆做广告，而是靠口耳相传,有时不过就是餐桌上吃饭时的一句话。他的大部分资金来自他聪明的朋友，包括列宁传记的作者路易士·费希尔（Louis Fischer）和桥牌规则"非逼叫斯台曼"的发明者萨姆·斯台曼（Sam Stayman），① 而且琼斯不让太多的投资者参与他的基金。1961年，为了不让基金成员突破规定的100人，他创建了第二家合伙公司。

这个秘诀使琼斯和他的效仿者逃避了监督，但也要付出代价。就像是一个秘密激起了公众的好奇心，到20世纪60年代中期，对冲基金引起了大量的关注，这种关注后来变得司空见惯。作家约翰·布鲁克斯说，它们是"华尔街的秘密、专有和特权的最后基地"，它们是"新的舒适的火车的特等车厢"。或许是对监管的恐惧使琼斯的秘密作风不可避免，但是，由于他早年设立的运作模式，对冲基金永远神秘、难以捉摸且被憎恨。

就像他预见了现代投资组合理论的观点一样，琼斯也为忽略阿尔弗雷德·考尔斯的文章而付出了代价。"价格趋势过于微弱，因而价格不

① 如果合伙人退出或有了空缺，他就在吃饭的时候提到，然后说："你开心吗？"他对得普律师事务所（Debevoise & Plimpton）创始人的遗孀就是这么说的。她说："恩，我现在做的很差。"然后她就成了合伙人。——作者注

可预测”的论断被证明是正确的，至少在琼斯身上是正确的：他错误估计市场整体趋势和他成功估计的时候一样多。

> 1953 年、1956 年和 1957 年，琼斯都因为估计错误而亏损，预计市场走高的时候市场表现不佳，或者预计市场不佳的时候市场走高。1960 年，考尔斯发表了对他早期的研究更新的文章：他修改了关于月度价格趋势的结论，断定那些趋势根本不存在。琼斯不动声色地试图预测市场，但结果并不理想。1962 年初，他净持有价值相当于资本 1.4 倍的股票，可是市场下跌了；他转而看跌，但市场又好转了。在 1965 年 8 月最令人痛心的时候，琼斯的净市场持有为 -18%，这意味着他的空头头寸超出多头的比例达到了资金的 18%，可恰好在这个时候，市场开始强力反弹。后来的对冲基金经理人证明这种趋势反复可以用来获利，之后学术界也修改了考尔斯的调查结果。不过琼斯从未根据图表分析获利，尽管图表分析员为他的对冲基金提供了前提。

琼斯的统计方法可以精确地预计对市场判断错误的时候他会损失多少。[①] 但他的基金还是运作得非常好，原因在于他完全无意中说出的一个秘密。他已开始有关投资者的情绪和价格模式的理论研究，后来发现这是死路一条。他发明了对冲策略，这种策略听起来很精彩，但其本身并不是利润来源，接下来，他需要选择一些股票放到他设计的套期保值的投资组合里。通过他的技能与性格的配合，琼斯设计了一个召集擅长选股的人的方法，他们彻底地击败了华尔街的人。

琼斯知道自己可能不是个擅长选股的人。对于投资他是一个新手，但公司资产负债表的细节从未束缚他的想象力，相反，他创建了一个系统以选出最优的。从 20 世纪 50 年代初开始，他请经纪人进行“模拟投资”：每个人分别选出他最看好的和最不看好的股票，并关注它们的变化，就好像在做真正的投资一样。琼斯用这种虚拟投资组合作为选股理念的来源，他用统计方法将选股的效果和市场变化的效果区分开来，使得他可以确定每个经理的投资结果，琼斯随后根

① 1968 年，琼斯的首席运营官唐纳德·伍德沃德（Donald Woodward）毫不隐讳地说股票的选择才是成功的关键，而不是市场时机，他说：“我们关于当前市场趋势的判断没有成为我们的强项。”——作者注

据他们选股的好坏对他们进行补偿，这一招非常有用，使得经纪人在把想法告诉别人之前都先打电话告诉他。

这个方法使琼斯比他的竞争对手更有优势。在20世纪50年代，华尔街是一个安静而单纯的地方。在大学和商学院，几乎没人选金融方面的课程，哈佛大学的投资课被称为“中午的黑暗”，因为大学管理者将这门课安排在中午，以便为更受欢迎的课程腾出教室。老投资机构的受托人都根据资产管理规模取得报酬，而不是表现费，他们要接受委员会的管理。而琼斯的方法打破了这个模式，每个人都是股票选择者，它以个人主义取代了集体主义和骄傲自满的冲动。即使在20世纪60年代，当琼斯的企业增长到足以招聘6个人来选择股票时，他还是沿用“优胜劣汰”的制度。他很少召开投资会议，因为他发现委员会会议有着难以忍受的乏味。[①] 相反，他分配给每一个公司内的管理人一部分资金，让他们根据自己的意愿投资，而每年年底，表现最佳的经理也会得到最多的回报。

你可以看到琼斯这样做的结果。在20世纪五六十年代的华尔街，信息还不能迅速地传递给每个人：没有经纪人每天发邮件，没有有线电视的即时分析。在这种环境下，最积极的投资团队可以击败懒散的对手，而琼斯的团队是最积极的。

> 模拟投资组合经理忙着打电话说出他们的最新想法，内部部门经理人忙着接电话，抢着获取小道消息和能使他们领先于竞争对手的见解。即使在20世纪60年代，那时华尔街刚刚摆脱萧条后的萎靡不振，大家也会惊奇地发现纯粹的努力将一个人区别于众人是多么容易。琼斯的选股人之一艾伦·德雷舍（Alan Dresher）想出了在公司文件刚出来的时候就直接去美国证券交易委员会办公室查看的办法。他的过人之处在于他是唯一有这个想法的人，而华尔街的其他人都在等着从邮局寄来的那一大沓文件。

将报酬与结果挂钩是琼斯方法的关键。当经纪人将股票信息传递给一个平常的共同基金时，这个信息的质量与经纪人会得到什么回报之间并没有特定的联系：一方面，共同基金缺乏琼斯的追踪投资建议结果的机制；另一方面，共同基金公司将大量钱付给拉得资金的推销员，只有少量资金用来奖励好的科研。

① 琼斯对委员会会议的厌恶扩展到了慈善事业。回忆起第二次世界大战期间在市区委员会的工作，玛丽说：“我丈夫讨厌参加委员会会议，他就是不喜欢。他会说‘让玛丽去吧’或者这之类的话。”——作者注

而琼斯则对好的研究成果出手大方。

> 如果一位年轻经纪人的模拟投资组合的投资建议产生了利润，他的收入会翻倍；同时，基金的绩效费也在绩效最好的公司内部基金经理人之间进行分配。琼斯还发明了两个进一步提高积极性的办法。每年成功的管理人会增加资金管理规模，从而增加下一年获取利润、增加收入的可能性；而表现不佳的管理人的资金管理规模会减少。而在另一个反映后来对冲基金的创新中，琼斯要求他的合伙人在基金中投入自己的资金，这样他们的财富和收入就都由他们的表现决定。

虽然并未意识到他所做的事情的意义，但他创立了一种后来的对冲基金一直沿用的效果很好的**“多经理人竞争”**结构。我们将会在第3章看到，这个结构在20世纪70年代由美国新泽西州普林斯顿的一家公司加以改造，后来被几十个对冲基金公司采用。但在20世纪五六十年代，将达尔文主义的个人主义和从上至下的风险控制相结合的几乎只有琼斯一个，这给了他很大的优势。价格在现有的体制安排下反映了信息，从这个意义上来说市场可能是有效的。不过琼斯摧毁了这些体制安排，取消呆板的委员会会议，通过利润分配而促使人们好好表现。这样，他创造了能带给他利润的优势。

1964年初，阿尔弗雷德·琼斯邀请一位年轻的分析师去曼哈顿的公司吃饭。当时他已经60多岁，已经得到了15年前想要的物质享受，他家人的车从道奇换成雪铁龙，最后换成奔驰。

> 琼斯看着这个年轻的分析师问道：“你在旅馆小便之前或之后洗手吗？”
>
> 分析师有点惊讶，他壮着胆子回答：“之后洗，先生。”
>
> “这不是我想要的答案，”琼斯回复说，“你的想法老套且不理性。”

琼斯是想搞笑一下。他改编了一个笑话，却彻底地搞砸了。这位后来成为华尔街高管的名为巴顿·比格斯（Barton Biggs）的分析师立即对琼斯开始反感，尽管他接受了参与运作模拟投资组合的机会，但他却再也无法喜欢他。琼斯看起来冷淡、自负，而且对股票一无所知，但现在他却在享受着年轻分析师们辛勤工作的成果，自己却只是偶尔出现在办公室。

这个刚成年即投身于秘密的反希特勒活动的人从未对投资有多少热情，这几乎不足为怪。他鄙视只对金融有兴趣的刚愎自用的人，他对一个面试者抱怨说："太多的人赚钱之后不想做别的，他们只想继续赚更多的钱。"

琼斯开始培养文学热情：他对17世纪的牛津伯爵、莎士比亚戏剧的真正作者爱德华·德·维尔（Edward de Vere）的理论非常感兴趣，并将他的狮子狗取名为"爱德华"。他在他的乡间别墅沿着滴水的垂柳打通了一条隧道，并像对待一个生病的婴儿一样照料他的草地网球场。他创立了一个慈善团体资助"羞愧的穷人"，并着手写一本书，作为迈克尔·哈灵顿（Michael Harrington）著名的、关于贫穷问题的著作《另一个美国》（*The Other America*）的后续研究。但琼斯和玛丽款待着知识分子和联合国外交官等各国特权阶层——多罗茜·帕克那时喝酒太多，所以很少被邀请过来——他们的谈话内容更多的是关于俄罗斯对南斯拉夫的霸权而不是金融。因此，华尔街其他人对他不满也不奇怪。

就在琼斯与比格斯的午餐后不久，这种不满爆发了出来。琼斯的一个内部资金经理人离开公司，成立了一个名为城市联合基金（City Associates）的竞争性对冲基金。[①] 从这些背叛者的角度来说，这个选择是理性的：套期保值的想法很容易模仿，而且没有必要与一个外行监督员分享战利品。琼斯和他的律师给离开公司的人找麻烦，但他泰然处之。

> 1964年底，琼斯在由联合国的印度朋友主办的喜马拉雅老虎狩猎场过圣诞节。这里有大象、熊熊的篝火、精美的食物以及由印度教徒唱的不协调的圣诞颂歌。不过，当琼斯不在场的时候，更多的麻烦来临了。琼斯的那个小便笑话的当事人巴顿·比格斯说服在琼斯公司工作时间最长的基金经理辞职，创立一只竞争性基金，还带走了琼斯的一些客户。

每个伟大的投资者的优势都是注定要消失的，这只是早晚的问题。他的技巧被竞争对手了解并模仿，他不能再宣称自己比市场更有效。琼斯所赚取的超额利润在如何分配的问题上遭到了合伙人的嫉妒，有了前两个人的倒戈，其他

① 第一个背叛琼斯的经理名叫卡莱尔·琼斯（Carlisle Jones）（非亲戚）。他是这么说他以前的老板的："我觉得他不知道股票和债券的区别……我很嫉妒他，他可以休息一个小时，然后看看书或报纸，这书很可能和投资一点关系都没有……很多时候我觉得我没有得到应有的回报。"——作者注

人必然开始效仿。

> 1968年初，据说有40家效仿他的公司；到1969年，这个数目估计在200~500之间，而且做得好的公司都由曾在琼斯公司当过经纪人的人来运作。《经济学人》杂志称，新的投资产业约有110亿美元的资产管理规模，这个数字是两年前的5倍。琼斯"对冲的基金"的篡改版——"对冲基金"收入华尔街辞典，每个人都想为之工作。①

优势消失初期的影响是自相矛盾的。当第一只效仿基金迅猛发展，消息传遍华尔街时，琼斯被视为一个热门新运动的创始人。1966年，一段谄媚的描述出现在《财富》杂志上，文章开头说："我们有理由相信，近期最好的职业投资经理人是个很少说话、也很少抛头露面的叫阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯的人。"不知道《财富》杂志从哪里弄来了琼斯的大幅照片，展示了他有着浓密的白发、戴着黑框眼镜的形象。投资者争相加入琼斯的基金，雄心勃勃的年轻分析师也前来谋求工作，这种热闹持续了好一阵子。琼斯本人收入"百万"，而琼斯的背叛者也大量圈钱 城市联合基金的合伙人买了阁楼、直升机、酒窖，还雇了保镖，他的办公室职员都是号称为"秘书"的妙龄女郎。这一切都使得流言、嫉妒和乐趣更甚。就像《纽约》杂志1968年所说的，对冲基金体现了时代精神，而琼斯是他们的鼻祖。

这种繁荣引起了监管者的注意，这在很大程度上和40年后的另一次繁荣类似。1968年，纽约证券交易所和美国证券交易所开始考虑限制对冲基金会员。1969年1月，美国证券交易委员会向200只对冲基金发出问卷，想知道"它们是谁、它们如何形成，以及它们的组织形式"，尤其是"它们的交易可能在市场上带来什么影响"。委员会的官员毫不隐讳"他们希望对冲基金在某个联邦法下登记注册"的事实，但某些对新的暴发户的投诉似乎有些奇怪。据说对冲基金占到某些股票空头头寸的一半，但没有人解释为什么这种用来避免不太好的公司市场价值无法持续上升的卖空可能是有害的。大家注意到对冲基金比共同基金投资更加大胆，但不知为何这种提高市场流动性的行为被描绘成一件坏事。有人说，

① 琼斯认为，他的投资形式的流行术语有语法错误。在20世纪60年代末，当这种流行的版本被收入辞典时，琼斯告诉他的朋友："我原来的表达是'对冲的基金'，这个表达是正确的，我仍然认为'对冲基金'这个说法将名词用作形容词，我不喜欢。"——作者注

琼斯公司的经理人，早上大量买入高风险股票，午饭后就卖出了。这纯属无稽之谈。没有人能够解释这种事会怎样伤害其他人。不管大家多么羡慕、崇拜对冲基金，它们还是被怨恨的对象，尽管这种怨恨并不十分理性。

在1966年夏天过后的3年里，琼斯的投资者在扣除费用后，分别拿到了26%、22%和47%的回报。[①] 但是，这种如印度夏季般的热浪掩藏了危险。琼斯资金正在逐渐失去其独特的优势：他们的选股人离职设立了竞争性的公司，琼斯的套期保值原则似乎也不再那么适用了。对冲(的)基金模式抛弃了它原本的“对冲的”，成为对冲基金：因为一直在牛市，琼斯他们开始认为卖空是只有失败者才做的事，对于保护基金使其免于标准普尔500指数下跌的影响也丧失了兴趣。相反，他们加大了杠杆效应的利用度：每个基金经理尽可能多地购买高风险股票，甚至速率计算都顾不上了。琼斯的团队不喜欢只因为一只炙手可热的股票可能会有波动，就有人跟他们讲要少买一些。由于股市一路飙升，琼斯本人也越来越多地不到公司，选股人想怎么做就怎么做。这是20世纪60年代，他们年轻，市场属于他们这一代人。

在他大部分的金融生涯中，琼斯是很幸运的。他在大萧条的后遗症开始消退的时候建立了他的对冲基金。

> 1950年，25个美国成年人中只有一个人拥有股票；到20世纪50年代末，8个美国成年人中就有一个人拥有股票。随着零售经纪公司在主要街道上纷纷涌现，标准普尔500指数从琼斯刚开始建立对冲基金时的15上升到1968年的峰值——108，金融理念也改变了：信托银行家已经由投机性投资者取代，对他们来说，大萧条是一段遥远的历史。

新一代认为，金融风暴不会卷土重来：美联储在监督着经济，美国证券交易委员会在监督着市场，凯恩斯主义的预算政策也避免了商业周期的影响。这种极端乐观主义的一个完美例子就是半虚构的投资者——伟大的温菲尔德(Great Winfield)，这是一个由因化名为“亚当·斯密”而出名的金融作家、播音员杰里·古德曼(Jerry Goodman)刻画的永久典范。伟大的温菲尔德将他的钱委托给大约20个无知无畏的经理人，这些经理人的主要优点就是没有什么经验。他

---

① 相比之下，到1966年6月1日标准普尔指数上涨1%，1967年上涨7%，1968年上涨10%。琼斯的基金的财政年度也于5月31日结束，所以与标准普尔的对比都截止到6月1日。——作者注

说："给我看一下投资组合，我可以告诉你它属于哪一代人。你可以辨认哪些是新潮的股票，因为他们能吓住其他（老）一辈的人。"

琼斯利用了投机性投资时代。他的财富的一部分——当然不是全部——是由于长期牛市的结果。但是，多经理人竞争结构不能使他的股票免于市场的突然逆转，这也是多经理人对冲基金后来发现的问题。**市场越增长，琼斯的"表现跟踪奖励机制"对那些冒最大风险的市场经理的奖励就越多，但这个体制缺乏在灾难发生之前退出的机制。**1969 年 5 月，股市开始暴跌，在接下来的一年里市值蒸发了四分之一。当琼斯公布到 1970 年 5 月为止的年报时，他不得不告诉他的客户他的情况比大盘更糟——他亏损了他们 35% 的钱。

接下来的 9 月，正值琼斯 70 岁生日。这是他们一家人值得庆祝的时刻：琼斯的儿媳即将生下他的第一个孙子，他的女儿在生日聚会上宣布了她订婚的消息。他在他喜爱的乡间别墅的草坪上搭起了一个大帐篷，这个帐篷从他悉心照料的网球场一直搭到山脚。在乐队演奏的舞蹈音乐中，年轻人议论纷纷，猜测着谁会是琼斯小姐的未婚夫。但琼斯却不是很高兴，他担心手下的基金管理人员会不满这种奢侈的场面，他不停地说："我讨厌被我手下的年轻人看到我像喝醉了的水手一样花钱。"在经过 20 年的辉煌后，琼斯的投资优势消失了。市场终于追上了他。

第2章

大额交易的高手

1969—1973年的这几年是美国经济的分水岭。整个社会因为那之前的20年而信心满满：就业充分，工资上涨，经济出奇的稳定；因为直接和黄金挂钩，美元稳定；利率只在规定的上限内小范围波动。可是自20世纪60年代末期开始，通货膨胀将整个局面搅乱了。在20世纪60年代初期，通货膨胀低于2%，到1969年春天的时候却达到了5.5%，这迫使美联储大力调控货币，从而直接打击了股市。可接下来的熊市还只是个开始，美联储的调控措施并没有消除通货膨胀。1971年，尼克松政府不得不承认美元实际上已经无可挽回地贬值，金本位制随之摒弃。突然之间，货币一夜贬值，在这种压力下，利率上限也被取消。随之而来的是新一轮的货币紧缩和1973—1974年的市场再次崩溃。当这一切成为过去，20世纪60年代也结束了。**市场的骚乱宣告了第一个对冲基金时代的终结。**

从1968年底到1970年9月30日，28只最大的对冲基金的市值蒸发了三分之二。他们所宣称的套期保值变成了赤裸裸的谎言，之前引人注目的投资表现只不过是资金不断借入以及牛市的结果。到1970年1月，对冲基金的数目从200~500只之间降至了150只，在这剩余的150只中，大部分被1973—1974年的经济危机驱逐出市场。因为这只是金融中太小的一个领域，证券交易委员会已经难以顾及而放弃了对它的监管。1977年，《机构投资者》杂志（*Institutional Investor*）撰文，置疑所有对冲基金的去向。直到1984年，才有一家名为特莱蒙

合伙人（Tremont Partners）的公司确认了其中的 68 只。阿尔弗雷德 - 温斯洛 - 琼斯合伙公司（Alfred Winslow Jones Partnership）所管理的资产从 20 世纪 60 年代末期的 1 亿多美元缩减到 1973 年的 3 500 万美元，再过了十年，仅剩下 2 500 万美元。

事实证明在经济萧条时期，对冲基金的日子变得很艰难，由于无所作为，管理费也几近枯竭。

然而，逆境并不代表没有成功。在这种新的不确定性面前，第一个赢家就是斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司（Steinhardt, Fine, Berkowitz & Company）。这家公司的主要创始人迈克尔·斯坦哈特，因其作为交易员的成功及成长经历，成为对冲基金历史上的传奇人物。

> 他在贫瘠的布鲁克林由母亲独自抚养长大，父亲喜欢挑起冲突，脾气暴躁，嗜赌成性。而这些特性都被他用于后来的操盘。16 岁的时候，他被宾夕法尼亚大学录取，19 岁从该校毕业；20 世纪 60 年代中期，也就是他才 25 岁左右的时候，据他自己的估计，他已经成了“华尔街最热门的分析员”。他个子不高，但身体壮硕，容易发脾气。当他心中有怒火的时候，他的脸，甚至太阳穴都会涨得通红，他会尖刻地破口大骂，这让他的同事也感到害怕。

1967 年，斯坦哈特离开了经纪行业，与两个和他同样年轻的朋友开创了一只对冲基金。这两位朋友一位叫霍华德·博考维奇（Howard Berkowitz），一位叫杰罗尔德·范恩（Jerrold Fine）。那时牛市尚未结束，起初斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司只是模仿阿尔弗雷德 - 温斯洛 - 琼斯合伙公司的一个组织。他们在办公室配备了台球桌，以彰显年轻人的智力优势，而忽略了律师所说的“以三个人名字命名的公司听起来像是犹太熟食店”。在第一年的时候，他们购买了当时极具升值潜力的股票。他们买了王牌资源（King Resources），那家公司的总裁宣称他们发现了新的油田；买了国家学生市场（National Student Marketing），因为他们对年轻人的市场充满信心；他们还买了一些名字带有数据和电子特征的科技公司。那是一个投资者钟爱所有具有升值潜力的东西的时代，到第一年结束的时候，这些股票增值了 99%。范恩回忆说：“天哪，我发财了！”没错，他和他的两个朋友都成了百万富翁。

接下来的一年，牛市结束了，那些成长型基金风光不再。1968 年最成功的共同基金经理弗莱德·梅茨（Fred Mates）发现自己的工作和酒吧招待员差不多。在众多的竞争对手中，斯坦哈特、范恩和博考维奇是少数几个意识到持续了长时间的战后繁荣已经结束、一个充满变数的时代已经到来的人。15 年以前，著名的价值型投资家本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）做出生死攸关的决定：不买哈罗伊德（Haloid）——第一家生产复印机的公司的股票。他说仅因为未来的增值而买入是不合理的。哈罗伊德公司在接下来的两年翻了六倍，追捧成长型股票自此变得毫无争议。但是在 1969 年，斯坦哈特、范恩和博考维奇却断定这种追捧有些过头：**投资有着光明前景的公司是一回事，过度投资以至于将持续的、快速的增长推及到不可预见的将来是另一回事。**

1969 年初，斯坦哈特和他的朋友们持有足以匹配多头头寸的空头头寸。和大多数的对冲基金不同，他们实际上是在套期保值。

> 那年标准普尔 500 指数下跌了 9%，但他们公司基本保存了本金；接下来的一年，标准普尔 500 指数又下降了 9%，他们公司甚至有些收益。[①] 熬过了 1969 年和 1970 年，公司开始反守为攻，抓住熊市的反弹机会，在 1971 年开始上扬。那年《财富》杂志公布最佳的 28 只对冲基金的时候，斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司是唯一一家在萧条时期有所增长的。从 1967 年 7 月开创以来，公司获得了 361% 的收益，这个业绩比同时期的纽约证券交易所好 36 倍。

1972 年，这三个年轻人重新变得悲观起来，这次他们的怀疑远不止对成长型投资的追捧。战后的自信似乎在土崩瓦解：尼克松政府隐瞒了在越南战争中失败的真相，并且以不切实际的工资与物价控制法来掩盖通货膨胀；同时，美国最好的公司都在以会计欺诈来掩盖财务危机。负责公司分析方面工作的范恩和博考维奇发现了公司年度报告脚注所反映的种种问题，这与安达信会计师事务所的名誉主席、当年最受尊敬的、有影响力的会计师伦纳德·斯帕切克（Leonard Spacek）所说的“财务报表成了赌盘”如出一辙。霍华德·博考维奇回忆说：“20 世纪 70 年代早期出具的研究报告过于简单，看上去空洞无物。”

---

① 斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司的报告截至每年 9 月。为便于比较，这里给出的标准普尔 500 指数的数据也截止到当年 9 月。——作者注

而杰罗德·范恩对那段时期的报告做了这样的评价："有的递延了，有的用了不同的税率，有的资本所得被算成了运营收益。"简而言之，当时的股市处于政治和经济都判断失误的背景之下。尽管这三个年轻人在1969年已经持有了足以应对经济低迷的空头头寸，但1972年的时候他们仍然增加了空头头寸，使他们的投资组合里的空头头寸超出多头，然后等待着崩盘的来临。

> 起初并没有出现崩盘。市场安然度过了1972年，到那年9月，基金下降了1%，而标准普尔500指数上涨了9%。不过事情马上有了转机：截至1973年9月，标准普尔指数下降了2%，1974年又下挫了41%；而他们的基金收益率在同时期扣除费用后分别为12%和28%，这在熊市是非常不错的业绩。这三个年轻人赚了个盘满钵满，而其他的投资组合经理却难以望其项背。

不过，尽管他们的业绩非常不错，但并未得到广泛认同。当股市继续走低时，绝望的卖家才注意到这三个年轻人的公司已在之前借入股票做空，于是力劝他们现在买入股票轧平头寸。但公司掌管交易的迈克尔·斯坦哈特对这些卖家根本置之不理。在市场的持续崩盘中，这三个年轻人凭着空头头寸赚取了更多的利润。在这种环境下，那些旧的反对做空的偏见卷土重来，指责他们傲慢、贪婪，并认为那些与美国公司作对的投资（做空）与叛国罪相差无几。[①] 回想起那段时间，斯坦哈特说：**"对我来说，那些指责和诽谤使我有着空前的职业成就感。"**

斯坦哈特、范恩和博考维奇的成功表明了以逆向操作为标志的后期对冲基金的可行性。**阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯发明了对冲基金模式以控制股票投资率，他的投资成长型股票的策略将这种模式转化为一种使投资率最大化的方法，而这三个人却将这种模式变成了一种与惯性思维相抗衡的工具。**没错，大胆的逆向操作似乎已经成为了一种公司信条，尤其是对斯坦哈特来说。

① 斯坦哈特-范-博考维奇公司的分析师戴维·洛克尔回忆说"要靠卖空赚钱必须要有勇气。政府反对，媒体反对，公司管理层也反对，是美国人就不会做空。股票价格的上涨往往长期且温和，而下降却尖锐，时间也短。因此，大多数时间当你在办公室的时候，做空的人正在辛苦工作。当时并不是很多人都愿意辛苦地工作。"——作者注

有些逆向操作者在坚持他们信念的同时避免冒犯别人，而斯坦哈特却以戏弄别人为乐。他喜欢带客人去看他在纽约北部郊区农场里稀奇古怪的动物，尤其是那种会恶意攻击任何靠近它的人的福克兰群岛不会飞的短翅船鸭（Falkland Flightless Steamer duck）；他也喜欢打电话给经纪人下个单购买一只看起来很赚钱实际却并不存在的股票，让那个可怜的经纪人慌忙地确认公司，以从中赚取佣金。20 世纪 80 年代有段时间，斯坦哈特认为自己可能出了点问题，他允许精神病医生出入他的房子以提供“全面治疗”。医生拜访了他的职员，发现对他的普遍说法都是诸如“打孩子”、“经常发脾气”、“喜怒无常”之类的。不过这次治疗以斯坦哈特发脾气并将医生赶出办公室而告终。

如果斯坦哈特不介意冒犯别人，他也就无所谓激起公愤。在自由的 20 世纪 70 年代，他是名共和党人，到了里根执政期间的 20 世纪 80 年代，他又倾向于民主派。20 世纪 90 年代初期，他以资金支持民主党领袖委员会（Democratic Leadership Council）的中间派，帮助克林顿入主白宫。而克林顿刚成功当选，斯坦哈特又转而反对他。在与犹太教徒的关系问题上，他也有自己的一套：他号称自己不信上帝，却给犹太事业提供上百万的资金。关于投资，斯坦哈特将他在逆向操作方面的天赋发挥得淋漓尽致，他将华尔街独创性的见解收集起来，并不遗余力地支持它们。

20 世纪 70 年代，在斯坦哈特的公司工作的约翰·拉弗尔（John LeFrere）回忆了他工作的第一个礼拜。他去了 IBM 公司一趟，并带回来其利润会上升的消息。在公司星期一早晨的会议上，拉弗尔推荐在周五的季度报告出炉之前买入 IBM 公司的股票，但斯坦哈特反对。他盯着股票行情指示器，嘟哝着说 IBM 的价格摇摆不定，他有种不祥的预感，觉得这只股票会无所作为。

> “迈克尔，我觉得你错了。”拉弗尔说。尽管对斯坦哈特提出反对意见需要勇气，但拉弗尔很有底气，觉得自己能说服他。
>
> “我讨厌这只股票。”斯坦哈特说。
>
> “迈克尔，我不管从指示器上看起来它怎么样，但这只股票肯定会涨，不会错的。”
>
> 斯坦哈特的逆向思维开始闪现：“那么你准备买多少？”
>
> “10 000 股怎么样？”拉弗尔决定冒险。以每股 365 美元计算，在

一只股票上投入350万美元应该差不多是上限了。

斯坦哈特接通交易员，要求对方立即买入25 000股IBM的股票。

"迈克尔，我说的是10 000股。"拉弗尔着急地说。

"你对你的狗屁观点有多大把握？"斯坦哈特问。

"我很有把握。"

"你最好判断得对。"斯坦哈特面无表情地说。他又接通了交易员，另外买入了25 000股。

这笔交易使斯坦哈特持有了价值1 800万美元的IBM股票，大约占了他总资产的四分之一。将赌注押在一只股票上风险很大，而斯坦哈特买入了拉弗尔所推荐的五倍的数量。不过当周五IBM的季度报告出来的时候，股票上涨了20点，这立刻为公司创造了100万美元的利润。拉弗尔顺利过关。[①]

如果说斯坦哈特有什么值得称道的品质的话，那就是胆量。鉴于20世纪60年代对于年轻的自信，起初他们的赌注都是直接基于对智商的信心：他们三个都曾在沃顿商学院学习；每个人都知道自己非常聪明；每个人都可以不费吹灰之力地理清公司报表里的脚注，并看清那些隐瞒财务信息的公司。不过很快这种稳妥的方式开始偶尔出现失误。1970年，斯坦哈特将并未受过很多正规教育而自学成才的、极具数学天赋的弗兰克·席鲁夫（Frank Cilluffo，小名托尼）招入公司。

席鲁夫来自离华尔街不远的地方。他在布鲁克林长大，没拿到学位就从城市大学（City College）退学，年轻的时候花了很多时间研究一种预测赛马结果的数学体系。他发现了阿瑟-里普公司（Arthur Lipper）——那是一家以服务于臭名昭著的骗子伯尼·科恩费尔德（Bernie Cornfeld）而闻名的经纪公司；他也努力学习了康德拉季耶夫长波理论（Kondratiev wave theory）。这个理论认为，资本主义经济运行表现为长周期性，在科技创新和投资充足的时期经济上升，在新投资枯竭而旧投资遭到损失的时期经济下降。这个理论的俄籍创建者尼古拉·康德拉季耶夫（Nikolai Kondratiev）1920年在莫斯科创立了危机状

① 拉弗尔的故事并不是个例。一个名为奥斯卡·谢弗（Oscar Schafer）的分析师加盟公司的第一天，斯坦哈特打电话问他准备干嘛，谢弗回答说一个朋友的朋友对联邦石油（Commonwealth Oil）感兴趣，所以他可能会关注一下。斯坦哈特立即买入了该公司的大量股票，把谢弗吓坏了。——作者注

态研究所（Institute of Conjuncture），他确认了 1789—1814 年、1849—1873 年和 1896—1920 年三个经济上升时期，席鲁夫确信这种 24 年的上升期将重新上演，这就意味着经济将在 1973 年——也就是战后牛市开始 24 年后反转。关于创新的周期为什么在不同时期和环境下如此精确地重复的原因并不十分明了，而康德拉季耶夫的危机理论主要也是基于假设。不过席鲁夫并没有被吓倒：主流越是嗤之以鼻的东西，他就越喜欢。这点很合斯坦哈特的胃口——这个老板喜欢标新立异的人，而且不关心他们的观点从哪里来。

> 斯坦哈特将席鲁夫招入公司，和他一起在交易室工作，他们坐在满是残羹冷炙的房间，一根接一根地抽烟。席鲁夫算出他需要 8 分 13 秒抽完一支登喜路香烟，一天可以抽 4 包；斯坦哈特抽的是比较温和一些的品牌，不过市场不好的时候他一次抽两支。他们都精神高度紧张地研究交易，不过这种紧张使斯坦哈特的脾气像火山一样爆发，而在席鲁夫身上却表现为迷信的饮食习惯。在公司赚钱的时候，他每天都点一样的午餐，市场变化的时候他就换午餐。他会连续两年点两个涂满果酱的英式松饼，然后在接下来的很长一段时间吃奶油奶酪和橄榄三明治。同时他会喝掉大量的咖啡，并谨遵康德拉季耶夫的教诲，毫不犹豫地宣称某只现价 80 美元的股票明年夏天会跌到 10 美元。但不是所有的同事都能理解。

“他不是太聪明就是疯了，”其中一人回忆说，“你不可能一天抽完 4 包登喜路、喝掉 8 杯咖啡而不在凌晨 3 点醒来，并觉得头昏眼花。”但斯坦哈特对席鲁夫有信心。正如他在他的回忆录中写的，托尼“确实与上帝有直接的联系方式（如果真有上帝的话）”。

不管是因为幸运还是某种神秘的力量，康德拉季耶夫对 1973 年市场下挫的预测惊人地准确。那年开始的熊市宣告了战后经济秩序的瓦解，直到 1980 年之前的几年中，市场一直萎靡不振，经济为一种危险的新环境下的新术语——滞胀所困扰，持股的人数在那几年实际下降了 700 万。1979 年夏天，《商业周刊》的封面写着“股票的死亡”。但在这种艰难时刻，斯坦哈特的逆向操作得到了回报，在 1973—1974 年的熊市通过做空，收益率分别达到了 12% 和 28%，在 1975 年强劲的市场中，公司扣除费用后收益率达到 54%，接下来的 3 年，回报

仍然不错。

到 1978 年秋天，斯坦哈特离开华尔街休假一年的时候，他的团队的 11 年纪录是有史以来最出色的纪录之一。1967 年投入的 1 美元到 1978 年升至 12 美元，而同样的 1 美元投资于大盘只值 1.70 美元。扣除管理费后，该公司在此期间以平均每年 24.3% 的速度增长，这个业绩略优于阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯公司全盛时期的业绩。[①] 而且，与琼斯不同，斯坦哈特和他的员工是处于经济低谷时期。

对于相信市场有效的人来说，斯坦哈特的成功提出了一个难题。他的成功是因为他确实有投资优势，还是只凭幸运？根据概率论，如果 200 人投掷 11 枚硬币，5 个人会有从 11 次投掷中投得 9 次正面的运气，那么，在 20 世纪 60 年代末成立的 200 多只对冲基金中，至少有一只 11 次中 9 次正确预测了市场也不足为奇，而两次失误则是在 1969 年和 1972 年，但斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司只不过亏损了一点点。

有时，斯坦哈特试图解释合伙公司的成功反而增加了对运气作用的怀疑。“股市的表现并不精确，”他承认，“外行人的意见往往和专业人士一样有价值，擦鞋男子和经纪人都有可能成为天才。”因为无法准确表达投资理念，斯坦哈特转而含糊地谈论本能。他有效地利用“一个不成熟的判断”，他相信因为每天进行投资判断而产生的第六感。斯坦哈特在他 13 岁生日的时候迷上了金融，当时没有在场的父亲送给他股票作为成人礼。他相信经常涉足市场会产生“（那种）值得称颂和敬仰的直觉”。这种由经验产生判断的想法看似有道理，但缺乏事实依据。而且由于在经验本该保护他的时候，即在他职业生涯的中后期，斯坦哈特犯了一个最大的错误，这个错误也削弱了关于经验的说法。

斯坦哈特还认为，极度的“压力”帮了他。“每天我都有一种压倒一切的需要去赚钱。如果我没有赚钱，那就像是重大的悲剧发生了。”的确，没有赚钱对斯坦哈特的同事来说很可怕，老板将通过公司的对讲系统发脾气，斯坦哈特的声音传遍办公室的每一个角落，从而加重对受害者的羞辱。即使斯坦哈特赚钱

① 截至 1968 年的 13 年里，琼斯的投资以每年 24.4% 的速度增长。截至 1969 年的 13 年里，巴菲特的投资以每年 23.8% 的速度增长。——作者注

了，但是压力（脾气）还在，这种事情一样会发生。一次，当被斯坦哈特公司的一名分析师所青睐的股票抵消了公司的客观利润时，老板对这个可怜的人大吼说他过早地推荐了这只股票。也许这种做事方式给了斯坦哈特一种优势：对失败进行精神惩罚，从而使他的团队前进。但同样，这也不是一个经得起检验的理论。反过来，斯坦哈特的脾气抑制了想法的交流并迫使好的同事离开的说法似乎更让人信服。[①]

如果说斯坦哈特对自己成功的解释并不令人满意，那么他以前的同事所做的解释也不会好多少。霍华德·博考维奇和杰罗尔德·范恩认为，他们的股票分析做得比其他公司好，所以公司能赚钱。范恩简单地说："为什么我们做得好？因为我们很用心，很努力。这对我们来说意味着一切。"同样，这也可能是真的：就像我们稍后会看到的一样，选股技巧促成了其他著名基金的成功，尽管学术研究怀疑这样的技能在现实中是否确实存在。[②]但出众的选股用于解释斯坦哈特-范-博考维奇公司的成功还不如用于解释琼斯公司的成功更有说服力。琼斯基金能够战胜市场，是因为他们创造了一种新的制度，按绩效支付报酬。但当20世纪60年代末斯坦哈特-范-博考维奇公司创立的时候，已经有了许多只对冲基金，而且，那些在琼斯时代处于半休眠状态的养老基金、捐赠基金以及其他机构现在都变得更加专业了。

总之，斯坦哈特-范-博考维奇公司的成功难以解释，包括以前的一些合伙公司。但这并不意味着他们的成功纯粹是靠运气。了解了这个公司以后，有两个突出的因素，每一个都提供了对成功的解释，并与市场有效的传统理念相一致。通常，市场几乎不可战胜——除非采用其他人从未用过的办法。

创新的第一个例子是关于斯坦哈特-范-博考维奇公司的托尼·席鲁夫。他对康德拉季耶夫的狂热可能有些奇怪，尽管1973年的事实证明其预测非常准确，但他明显将一种激情带到了公司。从20世纪60年代开始，席鲁夫就开始跟踪货币数据，希望可以预测股市的变化。大约10年后，这在华尔街变得稀松平常：大家都知道快速的货币增长预示着通货膨胀，因此迫使美联储提高利率，这样，投资者就会将钱存到银行或投入债券市场以赚取利息，而不是继续放在股市冒

① 一个斯坦哈特以前的同事说："迈克尔的脾气没有上限，后来终于迫使我离开了。即使是一条狗我都不会这么对它。"——作者注

② 基于选股成功的其他对冲基金包括朱利安·罗伯逊的老虎基金及其分支。参见第5章和附录。——作者注

险。随着资金转出股市，市场将不可避免地下跌，那些住房建筑商、设备供应商等对利率敏感的公司的股票会下跌得最厉害。但在20世纪60年代，华尔街的股票投资者并未被这种分析所困扰，他们在那个年代的前5年学会了怎么交易，那时通货膨胀率从未超过2%，货币状况和美联储的反应对他们来说并不重要。但席鲁夫是个例外，他是个不同于主流的自学成才的人。

> 当1970年加入斯坦哈特-范-博考维奇公司的时候，席鲁夫已经设计了一个粗略的货币模型。他跟踪联邦储备系统所属的大银行，当他们从报告闲置的贷款能力转到报告已经达到资本储备所能支撑的限额时，席鲁夫的模型就会预警：银行已经最大限度地放出贷款，因此货币增长将放缓，经济增长将下降，股市也会有麻烦。席鲁夫研究了历史数据，发现股市在银行数据临界点之后两个月开始下跌。反之，这种关系也成立。如果银行从无贷款额度转向有可用资本储备，股市将很快反弹。[①]

席鲁夫甚至在高通货膨胀、金本位制结束这种局面形成以前，就把握住了在这种情况下投资的规则。他的模型分析给了斯坦哈特-范-博考维奇公司在预测市场急转方面的优势。标准普尔500指数在1973—1974年急转之下，却又在1975年9月时上涨了32%。席鲁夫预计到了1973—1974年的暴跌和那之后的反转，两次都印证了用传统分析方法分析市场的同事们所得出的结论。如果说席鲁夫在1973—1975年对基金的排名做出了重大贡献，那么就可以说他在整个20世纪70年代都对排名做出了重大贡献，该公司在这3年的业绩占了整个20世纪70年代所创利润的大部分。

因为不擅长解释，席鲁夫的同事只是模模糊糊地知道他的看法。例如，他们知道交易室的那个瘦高个不看好最大的房屋建筑商考夫曼-布罗德公司（Kaufman & Broad）的股票，也知道公司卖空了100 000股，但他们并不一定知道席鲁夫不看好这家公司是因为利率上升对房屋建筑商不利，而货币数据预示利率正要上涨。但斯坦哈特认为席鲁夫的观点经得起考验：他崇拜他的观点，不在乎别人对其感到困惑。做空考夫曼-布罗德公司给斯坦哈特-范-博考维奇公司带来了200万美元的利润。因此，不管是有意或无意，席鲁夫的同事是他创新的受益者，而这个创新就是将货币分析应用到股票市场。

---

① 席鲁夫关注的是自由准备净额和净借得准备金的数据。——作者注

斯坦哈特-范-博考维奇公司的第二个创新始于金融环境的另一个变化。正如公司预料到该怎样根据通货膨胀调节股市投资一样，公司也预料到这个行业将如何适应资金管理方面不断变化的格局。

> 20世纪60年代以前，股市以散户为主。养老基金、保险基金以及共同基金之类的机构性资金管理人还不多。例如，1950年，大约只有10万美国工人参与公司的退休金计划，因为这些计划大多数刚开始，他们的资产相对较少，那时整个共同基金都只有20亿美元。然而，到1970年，参与公司养老金计划的人数增加了两倍多，养老基金的资产已达到令人瞠目结舌的1 300亿美元，并以每年140亿美元的速度增长。与此同时，个人将其直接持有的股票出售，并将所得委托给另一种新兴的资金管理人。到20世纪60年代后期，共同基金资产超过了500亿美元，而20世纪50年代只有200亿美元。投资不再是由文质彬彬的经纪人给出建议，由非专业人士进行操作的活动，而是成为了一种专业经营模式。

这使华尔街发生了变化。在这种情况下仅靠了解股票更难战胜市场，因为其概率相当于另外6个专业投资者和你有相同的信息。但是，专业化的投资在消除旧机会的同时也创造了新的机会。这种机会在于交易活动，它后来在对冲基金的传奇中起了至关重要的作用。

大机构出现之前，股票交易主要是由在纽约证券交易所里的“专家”进行。当某个人想出售50股福特股票的时候，他的经纪人就打电话给纽约证券交易所专门做这只股票的做市商，凭着对交易量的感觉，专家会以略低于他稍后的卖出价的价格买入股票。但随着养老基金和共同基金的兴起，这个简单的系统出现了问题：突然间，这些机构希望卖出100 000股福特公司股票，可专家没有足够的资金买那么多。这就创造了一个机会。以奥本海默（Oppenheimer）和高盛为首的一些大胆的公司开始自己进行交易，它们不和专家进行大额交易，而是在公司内部处理，有时在他们的客户之间寻找买主，有时用自己的资金买入股票。1965年，这种大额交易还不到纽约证券交易所交易额的5%，到1970年这一比例增加到了3倍。[1]

---

① 1980年，大额交易占到整个交易额的30%，1984年达到50%。——作者注

这种新的大额交易形式惹人注目。养老基金、保险基金以及共同基金等大型储蓄机构需要有人开辟大额交易市场，并愿意为这种服务支付报酬。事实上，他们愿意支付可观的报酬，因为他们选择余地很小：如果它们一部分一部分地卖出 100 000 股福特股票，其价格会在此过程中下降；如果他们出售的消息中途泄露，其股票价格会大幅下降。因此，从储蓄机构的角度来看，最好将 100 000 股整个卖给高盛或奥本海默，即使这意味着需要大幅度打折，而从经纪人的角度来看，这个折扣可能意味着快速获取利润。如果它们能找到一个买家，它们就可以因为促成这笔交易而收取丰厚的佣金。或者，如果他们用自己的资金买下这些打折股票，他们就有更大的机会以后卖出获利。

经纪人的诀窍就是找到有胆量大量买入的买家，这正是斯坦哈特-范-博考维奇公司的入手点。公司以特别的方式对待这种交易功能。当时大部分投资公司的交易是个乏味的后台任务，杰出的分析师并不想做。但在斯坦哈特-范-博考维奇公司，交易室坐着的就是斯坦哈特本人。当高盛和奥本海默打电话向他提供大额股票时，只要有足够诱人的折扣，斯坦哈特都照单全收。斯坦哈特与大额交易员的交往越多，他们就更乐于给他打电话。经纪人需要交易室有个可以很快做出重大决定的人。斯坦哈特和大多数基金管理公司的初级交易员不一样，他可以自作主张，拿着数百万美元冒险。或许是因为他继承了父亲的好赌基因，斯坦哈特不仅冒险，而且会因为冒险而兴奋。斯坦哈特后来说：**“交易从 20 世纪五六十年代的一件机械、无关紧要的事变成七八十年代一项具有重要意义的功能。”**

所有新的市场首先都是低效的，这种效率对最早顺应市场的人来说则意味着利润。与斯坦哈特打交道的经纪人比较草率。对于某种规模的交易，什么样的折扣合理并没有特定的说法，后来创造出一些交易规则和风险控制的人当时也是在摸着石头过河。在这种情况下，用斯坦哈特最喜欢的一句话来说，赚钱可能就如从婴儿那里拿到糖果一样容易。

1969 年，有一次有人向他出售 70 万股大幅打折的破产铁路公司——宾州中央（Penn Central）的股票，他买下来立即转手，在 8 分钟内实现了超过 50 万美元的利润。大约在 1970 年，所罗门兄弟公司决心成为继高盛和奥本海默之后的世界第三大大额贸易公司。为了扩

大公司影响，它愿意以很低的折扣买入大量股票，这使斯坦哈特得以从别的地方买入高折扣股票再转手卖给所罗门兄弟公司，赚取丰厚的利润。

奇特的监管则创造了另外的机会。20 世纪 70 年代末证券交易委员会开始监管的时候，大宗交易业务的某些部分是透明的，而其他部分并不透明。如果你和高盛、所罗门兄弟等身为证券交易所会员的公司做生意，交易价格和规模会反映在每个投资者都能看到的股票报价软件中，所以如果你拿到了折扣，每个人都知道。但如果你在所谓的“第三市场”与不属于证券交易所会员的经纪人进行交易，就没有交易记录。斯坦哈特专挑第三市场不报告的便宜股票，然后在别人意识到之前很快转手卖掉。

斯坦哈特交易得越多，就越发现他能赚钱。例如，第三市场交易只因斯坦哈特的声望才起作用。需要快速且谨慎地卖出股票的经纪人自然地转向斯坦哈特，因为他是通过一个简短的电话就有魄力购买50万股股票的基金管理人。同样，因为他的声望，斯坦哈特能够将股票转售。他的合伙公司能为经纪人创造巨额佣金，所以他可以指望在奥本海默、所罗门兄弟和高盛的交易者帮助他。

斯坦哈特回忆说：“我会（对经纪人）说：‘我几个小时前买了这些股票，是第三个接手的，买价下降了一个点，你想和我做生意么？’”这里的对象指的是高盛的首席大额交易员鲍勃·慕钦（Bob Mnuchin），股价下降一个点意味着每股有 1 美元的折扣。

“有多少股？”慕钦会问。

“400 000。”

“你开什么价？”

“交易 200 000 股，高 1/8 个点怎么样？”斯坦哈特说。

“高 1/8 个点！？”慕钦不敢相信。斯坦哈特的提议是他要以比市场报价高出 12.5 美分的价格卖出这些股票。

“对啊，我们得吸引买家。我们提高 1/8 个点，就能造成这只股票不错的假象。”

一般来说，这种虚张声势都会起作用。没有人知道大量股票早先曾以折扣价卖出，因此大家会以溢价买入。即使支付了佣金之后，斯坦哈特仍能赚取丰

厚的利润。

无论学术研究怎么说选股人，大额交易员的表现优于市场一点儿也不神秘。他们想了个新办法：**他们不做大家都做的公司数据分析和挑选有潜力的股票，而是定位于靠提供投资者所需要的其他东西——流动性来赚钱。**新的机构性资金管理人希望迅速谨慎地进行大额交易，他们愿意支付给促成交易的人报酬。斯坦哈特就是靠提供流动性收取费用，比如从第三市场买到大量大幅打折的股票，但同时向提供给他流动性的人支付很少的费用或干脆不支付，比如他设法以高于市场12.5美分的价格卖出打折股票。

尽管他没有明说,但斯坦哈特就是利用了有效市场理论的弱点。该理论认为，公司收入相关的信息决定股票价格，但除非你是内部人士，否则不大可能获得别人得不到的信息，所以战胜市场几乎是不可能的。在中长期内，这种理论大致正确，尽管我们后文会谈到对此理论的挑战。但在短期内，收入相关的信息往往不是价格的主要决定因素。相反，股票价格变动是因为投资者的兴趣时时刻刻都在变化。保险公司需要出售大量股票以支付风暴损害赔偿，卖出压力迫使价格下跌；退休金基金需要运用职工的现金流入购买大量股票，买入压力迫使价格上升。在有效市场模型里，这些临时性的价格冲击往往被忽略，流动性被假定为是充分的。但现实不是这样。

20世纪60年代末直到70年代甚至80年代末，当大额交易需求激增，市场结构还未随之调整时，有效市场模型的这个缺陷变得尤为明显。大额交易出现一些年后，重大的出售可能使股票价格大幅脱离“有效”价格，该价格反映了分析师所知道的所有与收入相关的信息。这种短期的价格偏离给敏锐的交易员创造了低价买入的机会，而斯坦哈特就积极地抓住了这种机会，而且，他的方法的高明之处在于很难复制。华尔街的人在理解了琼斯模型的原理之后，就涌现出了200家模仿者，但斯坦哈特的大额交易业务受到“交往关系网”的保护，这就给进入市场创造了障碍。**斯坦哈特之所以能从大额经纪人那里拿到大幅折扣，是因为他有拿到大幅折扣的声望。**他可以大宗卖出，是因为他拥有能使之成为大额交易员的经纪人关系网，而潜在的竞争对手在争相追赶他的时候会陷入令人沮丧的两难境地。

斯坦哈特的优势有个不甚完美的特征，甚至并非完全合法。

在我们讨论非法的问题之前，回想一下流动性问题。当大额股票进入市场，潜在的买家不清楚卖方是否知道一些特殊的消息。也许卖方得到消息，该公司的收入即将下降；也许他知道另一大机构即将大量抛售这家公司的股票。由于买方不知道他们所不知道的信息是什么，他们在买入40万股股票之前会犹豫，担心他们会处于某种信息劣势，因此要求打折作为提供流动性的补偿。

在这种情况下斯坦哈特怎么赚钱呢？同样，斯坦哈特的规模很重要：他做了那么多大额交易，为经纪人带来了那么多佣金，因此他有可能从这些经纪人那里得到内部消息。从理论上来说，经纪人不应该查它们的客户：如果卖方有400 000股股票，卖方的身份是保密的。例如，经纪人不能透露卖方是家经营困难的保险基金，它可能因为流动性的原因出售股票，在这种情况下，它的折扣将是一个讨价还价的砝码。但是，作为经纪人的重要客户，斯坦哈特可能使对方做些变通。

> 如果卖方是一只英明的对冲基金，而不是保险公司，经纪人可能不会邀请斯坦哈特来买，因为对冲基金可能基于利空消息的基础上出售。或者如果出售代表着较长时期以来的第一个大的卖单，经纪人可能会发出要谨慎的警告。高盛的大额交易员约翰·拉坦奇奥（John Lattanzio）[1]回忆起20世纪70年代的排外氛围时说："其实想法就是不伤害任何人，你想和他们做生意。""你可能会说：'别买最初的100股，后面还有400呢。'"奥本海默首席交易员威尔·温斯坦（Will Weinstein）补充道，并解释说大额交易员并不想"勾结，只是真诚地想保护对方"。至于为什么温斯坦认为这决不是勾结，不得而知。

有时这种勾结更缜密。经纪人可能会打电话说某大机构即将出售500 000股股票等等之类，因此也许斯坦哈特应该在抛售压低价格之前提前卖空，然后当大量股票卖出，股价开始下降时，斯坦哈特就在低价将空单补回，轻而易举地赚钱。从经纪人的角度来看，通风报信使斯坦哈特的对冲基金处于所抛售股票的买家的位置，这有助于使这笔交易接近市场价格，使经纪人在卖方的眼里看

① 约翰·拉坦奇奥1979年加入了斯坦哈特的公司。——作者注

起来像个天才。但斯坦哈特的卖空在交易前就压低了股价，能以接近市场的价格大量卖出股票是因为市场已经下跌。这明显违反规则：卖方聘请经纪人是为了获得最好的价格，但他的经纪人却将他出卖给了斯坦哈特。

30年后，斯坦哈特对此非常坦率。"我被告知一些不为其他客户所知的事情，"斯坦哈特这样形容他与经纪人之间的勾结，"我得到我不应该得到的信息，它为我们带来了很多机会。为这些机会冒的风险大吗？大！我愿意得到这些机会吗？是！他们谈得很多吗？一般不会。"

将交易对斯坦哈特-范-博考维奇公司的贡献进行量化是不可能的。斯坦哈特本人说，大额交易"对宣传有着重要意义，但对利润的贡献不大"，尽管你越听他描述这种交易，就越怀疑他在尽量淡化它的作用。当然，对交易的关注成为公司最显著的优势，并且，三个非常有才能的合伙人中，就斯坦哈特成为一个传奇也绝不是偶然。在市场上打拼的28年里，斯坦哈特只有3次亏损，这种情况发生的概率是八万二千分之一。在某些时候，掷币游戏并没有意义。

但关于斯坦哈特的交易还有一个问题。如果他的勾结行为当时已为人所知，美国证券交易委员会会不会重新对监管对冲基金产生兴趣？整个行业的历史会不会被改写？可以肯定的是，对冲基金和大经纪公司的合谋有时被怀疑，但从未被证实。

> 20世纪70年代，证券交易委员会调查过斯坦哈特一次，它宣称在1970年1月，斯坦哈特的公司购买了西伯耳公司（Seaboard Corp）的大量股票，这明显是在帮助想在公开发行之前就将价格拉高的经纪人，证券交易委员会认为，斯坦哈特的这种行为是基于他知道他的任何损失都会得到补偿。但是，1976年，斯坦哈特被判无罪。对勾结这种市场行为的怀疑仅止于此：怀疑。

即便如此，斯坦哈特的承认将局势变得有利于管理性限制，但为何还是少于应有的限制却并不清楚。就斯坦哈特利用内部消息进行交易的程度来说，监管机构已经可以找他麻烦，就像在西伯耳事件中一样。此外，斯坦哈特的成功部分反映了监管的漏洞。1975年和1978年，监管机构承认了自己的弱点，并试

图解决。他们着手将斯坦哈特钟爱的第三市场纳入监管范围，先是坚持将所有股票交易都打印在一个新的“汇总记录带”上，后来又规定股票竞价也以同样方式进行汇报。[①] 其用意是为了将交易信息平等地发布给所有市场参与者，削弱华尔街圈内不公平的优势。

但斯坦哈特没有激起公愤有个更基本的原因：从整体来看，斯坦哈特的活动对经济是有利的。证券交易委员会自 1969 年开始的对“扰乱市场”证据的搜集以失败而告终，因为这种扰乱无法确定。同样，斯坦哈特 - 范 - 博考维奇公司的成功并没有扰乱市场，而是稳定了市场。

关于这三个年轻人的成功，有两点无疑是有利于金融体系稳定的。这家合伙公司的逆向操作对抑制股票价格大幅波动有一定的贡献：

> 他们在 1972 年泡沫时期出售，而当 1974 年底急剧下跌后的市场急需买家时，他们做多。同样，通过率先将货币分析应用到股票市场，他们为资本定价带来了新的技巧。如果说 1968—1970 年以及 1972—1974 年的泡沫从产生到破灭的周期反映了股票投资者们对通货膨胀的不了解，那么托尼·席鲁夫的分析方法则降低了这种泡沫的可能性。

然后就是大额交易的问题。斯坦哈特与大经纪商的勾结有时损害了外部投资者的利益，如果内部人没有干预过市场，他们可能拿到对他们更有利的价格。外部投资者包括共同基金和养老基金，所以最终的输家是普通的美国人，而赢家是委托斯坦哈特投资的百万富翁。但这种反罗宾汉的故事并非全貌。大额交易业务的增长是因为外部投资者需要交易大量股票所需的流动性，通过给外部投资者提供交易机会，斯坦哈特是在帮助他们。这并不是说，机构投资者享受了奇妙的有效市场的好处，只不过被一只邪恶的对冲基金收买了。相反，机构投资者面对的是短期非常低效的市场，而斯坦哈特的贡献就是提供给他们流动性，他们可以用，也可以不用，但是他们使用的事实已是暴露无疑了，但斯坦哈特所提供的服务很可能超过了自己错误行为的影响。

如果这听起来太大度，那么快进到 1987 年。那年 10 月的股市崩盘告诉我

① 可以肯定的是，所有这些改革都没能成功地消除内部人的优势。斯坦哈特说：“完全同步地发布信息是不可能的。”他对监管当局的努力嗤之以鼻。——作者注

们，如果没有斯坦哈特和他的同行，情况会是什么样子。

> 在黑色星期一之后，大额交易业务大幅缩减，而结局就是愤怒的抗议。《纽约时报》在12月报道说，现在25 000股股票可以与崩盘前100 000股股票同等程度地扰乱市场，市场变得极度不稳定。仅仅是关于某个机构可能大量抛售福特或IBM的传闻就足以使股价下跌，因为大额交易商不负责任地撤出，无辜的公司遭受损失。

在对20世纪六七十年代的争议重新审视的曲折过程中，美国证券交易委员会承诺调查令人担忧的大额交易的缺失。**比交投畅旺的对冲基金更糟的唯一一件事就是它们的突然缺失。**

斯坦哈特在市场的交易就像是在迎接一场战斗，他的全力以赴使他精疲力竭。1978年秋，他开始休假，宣称要少吃、多想，寻找超越财富积累的生命的意义。有人说他可能会永远离开，但另一些人表示怀疑。一个朋友坚持说："让迈克尔离开华尔街一年就像让弗拉基米尔·霍洛维茨（Vladimir Horowitz）[①]永远放弃钢琴一样。"结果是斯坦哈特一直远离交易，直到第二年秋天。然后，他杀了回来，与他的合伙人分道扬镳，大步迈入20世纪80年代。

① 美国最负盛名的钢琴家之一，是古典浪费派钢琴的最后一个巨人。——译者注

第3章

趋势分析时代来临了

在1967年著名的国会听证会的证词中，大经济学家保罗·萨缪尔森提出了他对货币管理产业的定论。他援引一份当时由耶鲁的一位博士生刚刚完成的毕业论文，认为随机选择的股票组合会比专业管理的共同基金表现好。当众议院银行业务委员会主席对此表示不可置信时，教授坚持了自己的观点。他强调说："当我说'随机'时，我希望您想想掷骰子，或随机的号码，或投掷飞镖游戏。"三年后，萨缪尔森成为第三个获得诺贝尔奖的经济学家，但这种对他成就的认定并没有使他说话中听一些。他在1974年写道：

> 大多数的投资决策者都应该失业，他们应该去从事管道工，或者去教希腊文，或者去做公司决策者来帮助提高GNP。虽然这个建议实实在在是一个好建议，但这个忠告显然不会被热烈地追捧。

萨缪尔森的宣言听起来并不像对对冲基金的认可，但他对职业投资者的谴责并未说绝。即使多数基金管理人如果从事管道工确实会对社会做出更多的贡献，但萨缪尔森还是相信一个真正有见解的人是可以战胜市场的。[①] 他写道："人们在身高、外表以及说话的尖刻程度上都可以有所不同，那为什么他们的PQ，或者说表现商数就不能有所不同呢？"当然，这些非同一般的投资者不会便宜

① 萨缪尔森解释说："法玛的随机漫步理论和我的不一样。我说的是没有什么事情是轻而易举的……如果你读了我关于有效市场假说的许多论文，你会发现这不是说教。如果你能在信息广为人知前获得，你肯定会变得非常富有。"——作者注

地把自己卖给“福特基金会或当地的银行信托部，他们拥有比做这些事情高得多的智商”。这些牛人更可能合作起来去为他们自己牟利，也可能会设立对冲基金。萨缪尔森从来不缺乏信心，这个25岁就成名的天才在当时就发表了数量超过他的岁数的论文，他理所当然地相信他可以辨认出那些能战胜市场的人。1970年他成为一家名为商品公司（Commodities Corporation）的小公司的投资人，同时他还在巴菲特那里投资，用来分散风险。

> 商品公司是由真正意义上的“定量分析员”创建的第一个专业公司，这种采用计算机技术建模的人有时被称为“火箭科学家”。其招股说明书的第一页宣称该公司的成立前提是利用“大规模的经济计量分析，这在计算机引进之前是不可能的”。开创这个事业的交易商还包括萨缪尔森在麻省理工学院的同事保罗·库特勒（Paul Cootner），他在学术界由于对有效市场理论的贡献而闻名。①除了一些经济学博士外，该公司后来还聘请了曾参与“阿波罗”计划的程序员，他是名副其实的火箭科学家。②该风险投资的法律结构是有限公司，而不是合伙企业，但从某些方面来说是一个典型的对冲基金：③它做多也做空，利用杠杆效应，其高额利润由管理人员和少数投资者共享。萨缪尔森在该公司参股了125 000美元，并同意成为董事会成员。

萨缪尔森的参与主要是想在该公司那个求富心切又有些狂妄的总裁海默·威玛（Helmut Weymar）的身上赌一把。威玛刚刚完成的博士论文里提出一种预期可可价格的方法：它通过分析历史数据来确定经济增长在多大程度上刺激巧克力的消费，进而刺激对可可的需求；西非的干旱或湿度又在多大程度上影响可可的供应，等等。威玛曾就读于麻省理工学院，在那里他认识了萨缪尔森和库特勒。但是，虽然威玛指望他的老师帮他提高数学和计算机技能，他却并不认同有效市场理论。他后来说：**“我认为随机漫步理论是胡说八道，认为个人不能依靠有竞争力的优势来赚大钱的整个想法都是不正常的。”**

---

① 1964年，库特勒发表了一本很有影响的专著《股票价格的随机性》（*The Random Character of Stock Prices*），就是他当时关于有效市场论文的合集。——作者注

② 这个参与阿波罗计划的人名叫莫里斯·马考维茨（Morris Markovitz）。——作者注

③ 许多对冲基金市场采用的是不必付税的离岸公司的法律结构，商品公司在公司结构上和别的不一样，采用的是到岸形式。——作者注

> 威玛个头很高，戴副眼镜，高颧骨，继承了他德国父母典型的北欧特征。他在童年时期曾从一个城市搬到另外一个城市，这段经历造就了他独立的性格，也坚定了他赚取很多钱而不依靠任何人的决心。还是研究生的时候，他就建立了一个规模宏大的关于冰镇橘子汁行业的数学模型，当他的这个模型表明果汁价格会翻番的时候，他借了20 000美元，从一个仓库买了许多果汁。结果他的这个模型是正确的，果汁的价格果然暴涨。而唯一的障碍是当地的超市不放心从一个学生手里批发果汁，威玛只好把果汁又卖给那个仓库，这使他损失了五分之一的利润。

他在博士阶段研究的是可可市场，在完成学业后，威玛开始在一个叫纳贝斯克（Nabisco）的食品公司工作。在那里，他很快就说服他的老板们根据他的预期进行交易，方法是如果可可价格低于他的模型预测价格的话，公司就买进以满足制造巧克力的需要；如果市场价格高于模型的预测价格，公司就停止采购。当威玛的模型刚用于交易时，可可的价格远远低于模型预测价格，所以他们大量买入可可的期货；接着，可可的价格降得更低了，也就是说威玛那时开始亏本了，但是根据他的模型，威玛还是继续购买可可。

纳贝斯克公司的首席财政官开始担心，而威玛用计量术语搪塞了过去。同时，威玛发现自己已经坐拥了够纳贝斯克公司两年生产用的可可。“你确定你知道在做什么吗？”威玛的老板不止一次地问他。虽然威玛心里发毛，但他还是表现得很自信。但是，就在快要崩溃的时候，由于非洲可可减产，可可的价格几乎翻了一番，威玛将他储备的部分转手，获得了巨额利润。他后来承认：“在我的一生中，那段时间我不谦虚，也不自我怀疑。”

受到这次成功的鼓舞，威玛决心自己干。他开始和另一个刚踏出校门、和他一起在纳贝斯克预测小组工作的经济学博士弗兰克·万纳森（Frank Vannerson）计划筹建公司，这两个人看上去不像能一起合伙做事的搭档。威玛信心十足，而万纳森胡子拉碴，寡言少语——一个同事形容他像一个中世纪穿着皮凉鞋、披着带帽子的长袍的修道士，另一个同事说他像个和蔼可亲的心理医生。但威玛和万纳森是亲密的朋友，万纳森关于小麦市场的博士论文和威玛在可可方面的专业知识相互补充。威玛拉其他人入伙，他们大致确定了一个方案。在筹集

了250万美元的创业资金后，他们把公司开在了普林斯顿一个离威玛和万纳森住所不远的地方。

> 他们的总部是一个农场的房子，周围围绕着开花的树木和几公顷的大草坪。开业第一天，威玛穿着西服，万纳森穿着卡其布的开领衬衫，带着他那条叫“花生”的狗。威玛的办公室里摆着一个巨大的胡桃木的办公桌和一个巨大的红皮椅子，这种组合和他非常相配。但万纳森的随意和平等的作风很快就主导了公司，如果召开一个公司会议，连厨师阿格尼斯都会收到邀请。这个在老农舍里的社区，还有一条被汽车撞断了一条腿的名为“可可”的德国牧羊犬。

威玛的雇员不多，包括7名专业人士和6个辅助人员，有时会在午餐后玩丢马蹄铁的游戏，或在收市后打垒球。这种随意的氛围标志着这个公司和繁忙的纽约商品公司有着显著差别：这家公司靠的不是推销和建立客户关系，看起来也不像内部交易，它是靠电脑模型、数学以及信息优势来战胜市场。公司的创始人定期举办研讨会来相互学习交易理论，在黑板上写满公式。这与阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯的公司依靠选股取胜或迈克尔·斯坦哈特的交易室里比萨饼到处散落的情况有很大的区别。

威玛组建了一个倚重基本面分析的团队，他需要能建立模型来预测价格的计量经济学家，因为当现实靠近预计价格时，利润就可以保证了。威玛负责可可的交易，万纳森负责小麦的交易，麻省理工学院的教授保罗·库特勒则带着关于猪腩肉市场的计量经济模型来加盟，曾任教于罗格斯大学的计量经济学家肯尼思·迈因肯（Kenneth Meinken）则负责大豆和饲料贸易。威玛希望通过聘请在不同商品方面的专家分散公司在任何一个市场的风险。

威玛往他的可可模型里输入了大量数据。为了在西非的可可种植国家正式通报他们的收成之前预测可可的供货量，他考察了象牙海岸和加纳地区的天气与可可产量之间的相关性。通过跟踪降雨和湿度模式，他可以预测可可收成，从而预测可可的供应量，并最终预测其价格。

> 创业组里有一个德国人汉斯·基利恩（Hans Kilian），他开着路虎汽车在非洲农村转悠，观察可可树，记录可可树豆荚的数量、长度以及各方面状况。可可树和苹果树一样高，一棵树上大约有25个豆荚，

> 因此这个数豆荚的人抱怨数豆荚数得颈部僵硬了。他的路虎经常发生故障，还得费力保护那些用来支付帮他数豆荚的加纳本地工人工钱所需的大量加纳货币。但是，这种努力提供了一种确认或纠正根据天气状况预测可可供应的方法。威玛设计了一种复杂的预测可可价格的模型，现在他有了可以输入这个模型的复杂数据。

然而，老练并不能保证成功。在公司开始运营后不久，美国的玉米地受到了一种叫做“枯萎病”的真菌病的攻击，一些植物专家预测枯萎病将在第二年以更大的规模出现。受这种玉米即将稀缺的预期影响，玉米期货价格开始上扬。面对漫天的使市场恐惧的半科学谣言，威玛和他的同事看到了一个赚钱的机会。他们从罗格斯大学聘请了一个在新泽西州做顾问的植物病理学家，他们增加了他的研究预算，报销了他在全国各地参加科学会议的费用。经过几个星期的调查，这个罗格斯大学的病理学家认为枯萎病的问题被夸大了，众多的吓人故事不过是媒体的危言耸听而已。威玛和他的同事欢呼雀跃了：病理学家的结论意味着玉米价格将下调，因此这些交易商开始进入市场大量做空，期待着那个危言耸听的传闻被证明是没有根据的时刻。然后在一个星期五的晚上，哥伦比亚广播公司的新闻栏目在常规的越南战事报道后做了一个对玉米枯萎病的特别报告，栏目中特邀了伊利诺伊州的一个植物病理学家，而这个植物病理学家代表着一个玉米种植量大大超过新泽西州的州。他预测玉米将会有灾难性的收成。

威玛和他的同事那个周末没怎么睡觉。他们根据一个病理学家的建议建起了一个玉米市场的巨大空头头寸，但现在有位资历更深的病理学家和他的意见相左。当市场终于在周一开市时，玉米期货的急剧上涨致使交易瞬间停牌，因为商品交易所对每天的波动幅度进行了限制，以遏制价格的极度波动。他们根本没有任何机会出手，在零星的几笔交易之后，价格就达到了停牌限额，威玛和他的朋友们都被套牢了。直到周二，公司才终于找到机会回补空仓，但那时损失已经造成了：该公司 250 万美元的启动资金现在只剩下 90 万美元。威玛的公司眼看就要崩溃。罗格斯大学病理学家的论断最终被证明是正确的，但这对他们已不是什么安慰：根本没什么玉米枯萎病，而商品公司就在最高价位将空

单补回了。

1971年，玉米市场的惨败使商品公司奄奄一息，创始人之间的关系也受到影响。威玛不知道他对于另一个愤怒的联合创始人放在他办公室的用来打兔子和野鸡的猎枪到底该多紧张。公司的创始成员有几个想撤资：尽管有复杂的计量模型和令人印象深刻的博士，可威玛和他的团队似乎缺乏萨缪尔森所寻求的高"表现商数"。但威玛有决心，他以前也有过绝处逢生的经历。

> 当还是学生的时候，他就在一系列押错的赌局中损失了所有的钱，然后他跑到棒球场的露天天台，喝了很多啤酒，想着怎么起死回生。这一次，他是在普林斯顿，"喝酒+棒球"疗法不那么现成，但他不准备退让。他把自己想象成曾经读过的著名小说里的浪漫主人公——以不断的受虐来对抗挫折，在逆境所带来的焦虑和反思中蹒跚前行。他不想放弃有着傍晚时分的垒球和开着花的树的年轻公司。如果那条叫"可可"的狗在失去一条腿后仍然可以不屈不挠地坚持下去，那么可可交易员也可以在损失很大一部分资金后不屈不挠地坚持下去。

商品公司的董事会于1971年7月召开，并同意给威玛最后一次机会：如果再亏损100 000美元，公司就关闭。[①] 在接下来的又一次惨败之后，原来的7个专业人士中，有4个离开了公司，包括万纳森。但公司马上就开始起死回生，并为成长为那个时代最成功的交易公司之一奠定了基础。

1971年的惨败后，威玛着手重新审视自己的市场理论。他首先考虑的是经济学家们对建模和数据的信赖：价格反映了供给和需求的基本因素，因此，如果你能预测这些因素，你就可以赚钱。但是，经验告诉他要谦逊。**对数据的过度信赖可能最终是一个诅咒，只不过培育了一些诱使你建立过大的交易头寸的狂妄之徒。**如果商品公司在玉米病虫害问题上只下注于一个稳健的规模，它可能不会被一条晚间新闻吓得马上改变头寸，其结果将会是利润，

① 商品公司幸存了下来，因为纳贝斯克公司热衷于和它保持业务往来，以便知道威玛对可可的预测和万纳森对小麦的预测。纳贝斯克之所以能够掌控那些想关闭公司的股东，是因为它拥有对剩余资产的优先权。如果清算，纳贝斯克公司将获得50万美元，而其他投资者起初投资了200万美元，却只能得到剩余的40万美元。在遭受了重大损失后，其他董事会成员觉得公司继续经营也没有什么可损失的了。——作者注

而不是命悬一线。

威玛的再思考从一种新的冒险方法开始。他现在喜欢说，世界上最危险的人就是那些从未全力以赴的聪明的交易员。在清醒的时候，他很可能承认该公司最疯狂的交易员不是别人，就是他自己。有同事曾暗示，把风险控制交给威玛负责就和将道路安全交给埃维尔·克尼维尔（Evel Knievel）①负责一样。

在商品公司成立后的第一年，公司用的是保罗·库特勒设计的风险控制系统，这个系统用了精密的数学计算，但也过于复杂，难以有效落实。根据库特勒的系统，公司的营运资本都在一起，交易员可以自由地动用，如果他们投资于大且不稳定的头寸，公司就对他们进行罚息。从理论上讲，交易者必须很有信心才会在一个充满动荡的市场下注。但是，玉米病虫害证明，在自我意识很强的公司，自信心惊人地膨胀，职员远远无法了解交易员们实际上没有任何风险控制的市场持有。现在，事实已经证明库特勒的制度有缺陷，库特勒自己也离开了，威玛开始着手创建一个操作性更强的风险控制系统。

这么做的结果就是出现了一个在当今与商品公司有着渊源的对冲基金里或多或少留存下来的风险控制系统。它基本沿用了琼斯公司使用的部门经理系统：每个交易员都作为一个独立的盈利中心，其拥有的资本规模大小反映了以前的业绩。但是，该系统还迫使交易员控制赌注的大小，这对于相对平稳的股市投资无足轻重，但对大宗商品交易却至关重要。

根据管理股票的制度，投资者最多只能借入所买入股票价值的一半，即便他再想借入，其负债率也不可能高于2:1。但是商品期货完全不同，交易员可以只投入一小部分现金作为保证金，借入他们头寸价值的绝大部分。因为杠杆效应更大，一次赌错就可以亏损掉大量资金。商品公司的新系统对交易员所持头寸的风险规定了上限，如果交易者遭受了很大的损失，限制将会更多。任何亏损掉最初资本一半的人必须平仓，离开一个月，并得写一份备忘录交给管理层，解释他的失误。

① 以表演驾驶摩托车飞越障碍物闻名于世，并被誉为“世界头号飞车超人”。——译者注

新的风险控制系统与玉米市场惨败后的另一个再思考有关。威玛和他的同事对价格趋势有了全新的发现。当然，有效市场理论认为这种趋势不存在，随机漫步的共识是如此深入人心，以至于在20世纪七八十年代的大部分时间里，很难在学术期刊上发表不同的看法。但弗兰克·万纳森已经得到由印第安纳一家公司——唐-哈哥特公司（Dunn & Hargitt）收集整理的商品价格的所有历史数据。离开纳贝斯克前，万纳森曾花了一年时间在唐-哈哥特的数据上，分析了15种商品的每日价格。1970年3月商品公司开业时，他对自己的价格趋势确实存在的结论很满意，而无论学术界如何持反对意见。此外，万纳森设计了一种计算机程序，可以根据调查结果进行交易。他把他的心血结晶叫做专业计算机系统，或TCS，它是对冲基金行业涌现出的大批自动化交易系统中的第一个。[①]

威玛最初怀疑万纳森的项目，他的趋势跟踪的概念似乎过于简单：

> 买入刚刚上涨的东西，因为它们将继续上涨；卖空刚刚下跌的东西，因为它们将继续下跌。尽管万纳森的程序进了一步，对意味着持久趋势的上涨和没什么意义的上涨加以了区分，但威玛对任何人都可以轻而易举地赚大钱表示怀疑。

但是到了1971年夏天，威玛改变了看法：玉米市场的惨败只有一个原因，**自动交易系统最大的优点就是风险控制从一开始就必须编入计算机程序，那样也就没有过度自信的交易员突破其限定的危险**。但是，专业计算机系统也证明在预测市场上具有优势。威玛在纳贝斯克公司运转得很好的可可模型在商品公司的第一年就错误地预测了市场，以致付出了惨重代价。但万纳森的关注市场模式，而不是巧克力的消费或降雨量等基本面的趋势跟踪模型，却从公司开业起就一直在带来盈利。

在玉米市场的惨败后，威玛开始把更多的资金投到专业计算机系统，而交易员也对程序的决定有了新的发现。事实上，新的风险控制制度没给他们多少选择的余地，它规定交易员押在趋势上的赌注不能超过资本的十分之一，并且实施控制所使用的趋势是由万纳森的程序鉴别出来的。保罗·萨缪尔森在专业计

① 万纳森相信他是第一个创建自动化交易系统的："我很肯定我是第一个。"类似的系统是由一个海登-斯通经纪公司（Hayden Stone）的传奇交易员埃德·史柯达（Ed Seykota）稍晚发明的，他被万纳森视为"友好的对手"。但事实可能是万纳森创造了第二个自动化系统。唐-哈哥特公司的丹尼斯·唐（Dennis Dunn）回忆说，他在20世纪60年代后期创建了那样一个系统。——作者注

算机系统上重新投入了大量资金，即使趋势跟踪在学术界没什么地位，也不在自己的研究范畴。

1974年，一位名叫迈克尔·马库斯（Michael Marcus）的年轻人了加盟了商品公司。起初，他和威玛对于模范交易员的概念完全不同。他不是专攻某种商品的计量经济学家，甚至连经济学学位都没有。他曾从心理学博士组退学，没有用过电脑，也没怎么学过数学。而且，除了霍斯泰特之外，他是商品公司聘请的第一批没有博士学位的交易员之一。他的到来引起一些争议，但是，当马库斯赚得3位数的回报率时，那些表示怀疑的人马上都不说什么了。在商品公司的10年里，马库斯的资本变成了以前的25倍，有些年份他的利润甚至超过了所有其他交易员的总和。

马库斯性格极端、安静、控制力极强，这一特质是他的方式在他身上的生动体现。他认为大多数食品有毒，并控制自己的摄入量，他曾经只吃生的蔬菜和水果，结果变得非常消瘦，以至于聘请了一位营养学家兼司机劝说自己回到平衡。马库斯将他的奖金用到奢侈的聚会和异国情调的旅行上。他一度拥有约10处房产，其中一些直到后来他卖掉的时候也没在那里待过一个晚上。他包租了飞机，并将一辆公共汽车改装成房车，里面都是阿谀奉承的随行人员。他与重量级世界冠军上跆拳道课。

不管他的生活方式如何极端，但正是这种极端造就了马库斯的交易奇迹。为了与商品公司初建时的理念一致，他研究了可能导致市场变动的经济基本面。他每天早上带着一个装满市场报告的超大公文包到办公室，那时候还没有“小贴纸”，但马库斯将写得很工整的关键页码记下来用胶带贴上。他仔细研读简讯，查看导致供给和需求变化的基本因素的数据，找出可能改变价格的变化，他将可能威胁到他的投资组合的所有情况都考虑到。如果玉米价格上升，小麦价格会不会也上涨？如果天气转冷，哪种农作物将首先受到影响？但为了和弗兰克·万纳森的趋势分析保持一致，马库斯没有局限于价格的基本面因素。他潜心学习价格图表，把那些图表当做投资者心理的反映，尤其关注图表和基本面两者之间的相互作用。比如，**如果基本面给了坏消息，但图表显示市场将持续上升，这就意味着投资者已经消除了下跌的可能——没有什么会改变这个趋势，市场**

只可能向上。

马库斯对图表的注意反映了他的经历。他从业早期曾在棉花交易所工作，看着交易员们附和着同事的节奏：有时他们都争相高喊，有时他们筋疲力尽，安静下来。如果某种商品的价格超出了前一天的最高价，它就很可能会趁势继续上涨，所以马库斯会在临界点大量买入，如果市场走势和他的判断相左，他就利用止损单平仓来保护自己。市场要么快速上涨，要么马库斯退出市场，就像是装好了板冲浪，准备迎接下一波大浪，如果时机不对，就回到水里。马库斯估计他正确的时候不到一半，但他赢得的利润是当他需要平仓时所造成损失的 20 倍或 30 倍。

马库斯在形成其投资风格的同时，也和同事之间相互学习以吸取经验教训，所以大家的文化理念趋同。交易员在研究价格图表,找出有利可图的趋势的同时，他们也发现了规律。

> 市场的底部往往是圆滑的曲线，因为大丰收不仅推动价格下降，而且导致过量商品进入库存，这个存货使得价格低迷持续相当长时间。相反，市场的顶部往往比较尖，如果某种农作物突然短缺，消费量就得大幅下降，导致价格暴涨；但如果下一季收成不错，短缺消失，价格就会迅速回落。但这种模式也因具体商品的不同而有差异：例如，猪肚和鸡蛋就以尖底而闻名，这些商品的存储期有限，所以过剩的商品只能投放到市场，而不是转为存货。

商品公司的交易员对投资者心理也有了一定的认识。人们以自己的速度、自己的方式形成观点，新信息可以被即时处理的观念只是学术界的前提假设之一，和现实没什么关系。信息被投资者逐步消化的观点解释了为什么市场变动具有趋势性，但市场心理更加微妙，有时候投资者的反应会快些。商品公司的交易员发现，人们并不是简单地对市场进行前瞻性判断，他们会对近来的经历做出反应。例如，亏损可能会导致急于抛售，而盈利可能掀起购买狂潮。这种认识导致了对拥堵点的理解，就是使图表上的市场价格上涨或下跌前的窄幅波动的地方。**当一种商品价格突破其一贯的价格区间，押错赌注的投资者就会出现大幅亏损，因为恐慌，他们将匆匆平仓，使价格更加远离之前的价格区间。**这种模式会让霍斯泰特想起拥堵在火车站门边的旅客：**他们花很长时间突破瓶**

颈，不管向哪个方向，但一旦突破，速度往往就会加快。

马库斯的交易风格使威玛对他的公司的初步构想失效。在后来的对冲基金里，真正意义上的定量分析员们春风得意。但只要趋势分析能赢得可观的利润，就没有道理沉迷于基本的计量经济分析。威玛起先的资料处理似乎有些吃力不讨好：有这么多的变量决定价格，几乎不可能所有的都弄对；而且，即使都对，你也可能破产，等着市场赶上你。马库斯的表现也颠覆了威玛起初对专业交易员们的信心。如果利润来自利用趋势，那么这场比赛不过就是找出有强烈趋势的商品，在糖或小麦市场没有明显趋势的时候，就根本没必要去浪费时间研究它们。在棉花交易所工作后，马库斯知道“专业”是什么样子，他像新皈依者一样狂热地传播大众化的福音。[①]

马库斯不进行专业化的决心使他自然而然地成为货币交易这个新领域的先驱。尼克松放弃将美元和黄金挂钩之后，从 1972 年 5 月开始，芝加哥商品交易所用 7 种自由浮动的货币进行期货交易。马库斯很快看到了将他的市场趋势技巧运用于一个新市场的机会，他的冲浪技巧应用到一个新的领域：**投资者的心理可以在货币市场创造如在商品市场中一样的趋势。**

> 20 世纪 70 年代中后期，马库斯大约三分之一的交易是货币交易，到了 20 世纪 70 年代末，这个比例占到了三分之二。马库斯在商品公司的同事也开始交易货币，就像公司培育的独立交易员一样。对冲基金的新形式的交易员——在 20 世纪 80 年代及之后成为中央银行祸害的宏观交易员——开始在普林斯顿农舍不协调的环境中蠢蠢欲动。

马库斯是一个自由主义者，他的政治观点在 20 世纪 70 年代的环境下看起来很有用。在某些时期，当政府充好人的时候，市场出现不稳定；但在 20 世纪 70 年代的滞胀时期，自由主义者认为，政府搞不定情有可原。20 世纪 70 年代初，尼克松实行了价格管制，这种管制与后来的错误的货币管制实质上是一样的：他们制定了拙劣的公共政策，因为这些政策被证明是不可持续的。他们使投机者如日中天。

---

① “在交易所你会得到很多好处，那就是你知道一个市场的很多技术内幕。你可以看到谁在买，谁在卖，怎么填订单，哪里该停。但缺点是你被这个市场牵制了。如果你在交易棉花，而大豆有一个很大的变动，你就会错过。后来我觉得，如果放弃这种技术优势去换取在很多市场进行比较选择的机会会更好。”——作者注

尼克松政府将夹板价格固定在每平方英尺110美元，并在坦克入侵通道竖起锥形交通路标标识。当时美国建筑业兴旺，对胶合板的需求量很大，建造商们以远远超过政府规定的价格买入木板。很快，胶合板的仓库就将货送往加拿大然后再送回以避开政府管制，或者他们搞些"附加值服务"，比如将木板上的一个条状碎片刮掉，然后每平方英尺收取150美元。与此同时，不能买到足够木材的建造商们开始在价格未受管制的期货市场购买。由于相信现货市场上人为造成的稀缺将推动期货价格上涨，马库斯购买了大量胶合板期货，后来它们的价格几乎翻了一番。

当1973年初尼克松放弃价格管制时，马库斯赚的钱更多。正如任何自由主义都看到的一样，无能的政府通过增加货币供给使货币贬值，因此，只要通过借款大量买入谷物、豆类和金属，交易员就肯定能发财。仅在1974年，咖啡的价格就上涨了25%，水稻价格上涨2/3，白糖价格翻了一倍，任何借钱买入这些商品的人都能赚钱。接着商品价格开始反转，变成同样可以用来赚钱的下降趋势：白糖相对其最高价跌了67%，棉花和橡胶跌了40%，可可下跌超过25%。卡特政府试图刺激经济所造成的通货膨胀使美元相对日元和德国马克贬值了1/3，这些大起大落给新兴的货币期货市场的投机者创造了大量的机会。[①]

1975年初，马库斯瞅准了一个能预测狙击固定汇率来获利的机会，这种做法使对冲基金后来臭名昭著。在他找出违反市场规律的政策过程中，他决定进行一个像尼克松的价格管制一样有诱惑力的干预：沙特阿拉伯的货币盯住美元，不难看出这种"盯住"会有问题。当沙特阿拉伯的出口收入随着石油价格的上涨猛增时，它的货币供给会增加，并导致货币升值。当然，货币并不一定非升值不可，沙特阿拉伯可以选择通货膨胀。但是，跟随将接着攻击从英国到泰国各地的盯住汇率的货币投机者的思路，马库斯看到，不管汇率升不升值，贬值都是不可能的。这使得将赌注押在沙特阿拉伯的货币上成为一个很有诱惑力的单向赌博，虽不能保证一定赚钱，但几乎可以保证不会亏钱。因此，马库斯借款大量买入里亚尔，然后高枕无忧。1975年3月，沙特阿拉伯放弃盯住美元并

① 同时投资者购买黄金寻求保障，使黄金价格在1979年夏天涨到1盎司超过300美元，到那年冬天超过800美元。这和布雷顿森林体系时规定的35美元相去甚远。——作者注

将货币升值，马库斯又大赚了一笔。

截至1970年底，商品公司的成功已引人侧目。对玉米市场失败的记忆已经渐渐淡去，迈克尔·马库斯的趋势分析方式为公司的很多交易员创造了高于50%的回报率，公司的资本从最低点时的不到100万美元迅速增加到约3 000万美元，在农场的办公室得以扩建，新的大楼投入使用。威玛聘请了新的交易员，每个交易者又聘请了研究人员以分析图表，新的行政工作人员以老前辈们觉得荒谬的速度招进来，尤其是管理费用从交易利润支出以后。但那时利润大得足以掩盖这个问题。

> 仅在1980年，他们就赚了4 200万美元，这简直是个天文数字。因此，即使在对140名员工发放了1 300万美元的奖金后，威玛的名不见经传的公司在世界500强企业中仍然排名58。威玛安排他的员工及其家属坐头等仓飞到百慕大集体休假，交易员借此机会痛批威玛滥用公款，但他们都知道商品公司是个奇迹。[①]

这个奇迹首先是灵活性的胜利。**通过超越经济计量，将重点转到趋势分析，威玛体现了不断在对冲基金历史上出现的实用主义，这种实用主义甚至在商业历史上也很普遍。**创新往往归因于在大学和科研所盛行的理论，因此，斯坦福大学工程学院是硅谷的创意中心，美国国立卫生研究院（National Institutes of Health）也支撑着制药业的创新研究。但事实是，相对于学术上的重大突破来说，创新更依赖于普通的反复实验，更依赖于支持可行的东西的意愿，而不是其理论基础。即使是在研究可以成功直接转化为商业计划的金融业，反复实验依然是关键。

> 阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯本着图表分析能使他准确预测大盘走势的期望开始创业，结果证明根本行不通，不过他即兴发明的奖励选股者的新系统使他获得了成功。斯坦哈特、范恩和博考维奇本是证券分析师，但他们的成功在很大程度上归功于大额交易以及对货币政策的偏重。

① 马库斯回忆说："我记得百慕大的经历，并试图缩减管理费用。这也符合我推崇的自由主义。"马科维茨也回忆了在百慕大会议上和威玛的冲突，接下来为威玛削减管理费用付出了更大的努力。——作者注

和迈克尔·斯坦哈特他们三个的公司差不多，商品公司受益于这种适合20世纪70年代的方法。**金融市场是个将想要避免风险的人和想冒险赚取收益的人相匹配的机制，是保险寻求者到保险销售者的转移。**在20世纪60年代，寻求保险以抵御商品价格波动的人并不多。政府对农产品设定了最低价格，但产品剩余阻止价格上涨。芝加哥商品交易所的交易员在大豆交易区的台阶上靠看报纸打发时间。但在20世纪70年代的通货膨胀时期，新的食品价格的波动使大家抢着买保险：食品公司利用期货市场对价格上涨的风险进行套期保值；食品种植者利用期货市场对价格下跌的风险进行套期保值。同样，新的汇率波动也使得大家争相对货币进行套期保值，跨国公司恍然大悟到美元的升值和贬值能够使他们的业绩付之东流。20世纪70年代前半期，芝加哥商品交易所的交易额迅速上升，交易区的交易员再也没时间浪费在看报纸上。

这种保险寻求者的大量涌现必定带给保险销售者利润，也就是带给投机者利润。农场主和食品公司买卖期货是因为他们需要规避风险，而不是因为他们对价格的走势有什么高深的看法，而确实有这种看法的投机者必然会在与他们的交易中占到主动权。此外，投机者赚取的利润非常可观，因为他们面临的竞争相对较小。交易所对投机者可以购买的合约份数进行了限制，从而限制了“保险”的供给和人为地抬高价格。商品公司将人为短缺所带来的保费增加的部分收入囊中，然后再找另外的方式赚钱。它通过与批发商进行场外交易绕开了交易所的限制。

保险寻求者的大幅增加和一些巧妙的擦边球部分地解释了商品公司的成功。但到目前为止，最重要的因素是公司转换到趋势分析。通过开发他的专业计算机系统以及事实证明相信随机漫步的人有多么失误，弗兰克·万纳森鼓励公司聘请迈克尔·马库斯之类的趋势分析者，并将他的基本面与图表分析的组合技术规则差不多确立为公司信条。多年以后，金融学术界认同了万纳森的发现。

> 1986年，发表于著名的《金融杂志》(*Journal of Finance*)的一篇文章发现，利用货币市场趋势可以赚取可观的利润，1988年的另一项研究发现，在商品市场及货币期货市场同样如此。有趣地是有些研究结果得到了印证。1988年论文的作者之一斯科特·欧文(Scott Irwin)在和丹尼斯·唐偶遇后开始了他的调查，丹尼斯·唐的唐－哈哥特公司

曾给万纳森提供了用来建立专业计算机系统的数据。在研究考察了万纳森在近20年前分析过的同一价格系列数据后，欧文得出了同样的结论。

1977年，迈克尔·马库斯在一个财经媒体上刊登广告招聘一名助理交易员。应聘的是个看起来不大可能的从哈佛大学博士组辍学的人，当时他在做出租车兼职司机。当这个候选人介绍自己的时候，马库斯就看中了。马库斯拿起电话打给威玛。"海默，"他兴奋地说，"商品公司的下一任总裁就在我办公室。"这个候选人就是布鲁斯·科夫勒，威玛明白马库斯为什么兴奋。

这位年轻人高大挺拔，有着硕大的脑袋和浓密的头发，他表现得十分自信，而且轻松自然，他的知识范围更是惊人。他曾是哈佛大学政治科学家圈的一份子，这个圈子包括詹姆斯·威尔森（James Q. Wilson）和丹尼尔·帕特里克·莫伊尼汉（Daniel Patrick Moynihan）；他有段时间曾全日制学习音乐；他曾参加过许多政治运动；他还当过《评论》（*Commentary*）的自由撰稿人，文章内容涉及音乐以及经济增长的目的。而交易不过是他前进道路上想学的另外一件事。由于受到和一位朋友谈话的鼓动，他研究了期货市场，并把从信用卡借来的3 000美元变成了22 000美元。

马库斯和威玛提到一些金融书籍想考考这位准助理交易员，从查尔斯·麦基（Charles Mackay）的历史经典著作《大癫狂》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）谈起，到当代时事点评，科夫勒读过的比他们的还多。威玛回忆说："我真的很看重他知识面的丰富，布鲁斯连卡祖笛都擅长。"科夫勒很快受聘，不是作为助理，而是作为一名交易员。

科夫勒与马库斯和威玛的相遇造就了对冲基金历史上最辉煌的职业生涯。在接下来的10年里，科夫勒的收益率平均每年为80%。他创办了自己的对冲基金——卡克斯顿对冲基金（Caxton Corporation），他也经常出现在艺术和政治领域。通过他领导的美国企业研究所（American Enterprise Institute）和他支持的纽约《太阳报》，他成了保守运动的教父。他担任茱莉亚音乐学院（Juilliard School of music）的主席，赞助创造出《圣经》插图本的艺术家在所罗门王的图像中加

入科夫勒的版画。当科夫勒离婚后需要一个单身公寓时，他将曼哈顿的国际摄影中心变成私人住宅。该建筑有一个存放科夫勒收藏的珍稀书籍的储藏室，以及一个相当于防辐射防空洞两倍面积的书房。

曾学过心理学的迈克尔·马库斯早就注意到了科夫勒的一些特点：

> 他有一种生理和心理的力量，使他与他的同事不同。科夫勒知道如何克服精力不集中，他对他的交易从不多想，也没有失眠问题。其他交易者可能赚钱快，但亏钱也快，科夫勒的表现很稳定，而且他性格淡定。有一次，科夫勒在一笔白银的头寸上亏损严重，遭受到那种损失的交易员多数会难过得在浴室呕吐，可就在那一天，他还参加了行政会议，就像什么都没有发生一样。

和许多交易员不同，科夫勒兼具对市场的感觉和少有的调用人才的能力。他雇用数名助理跟踪数字并制成图表，而且绝不多付他们一分钱。他可以从普通人中辨别出最好的。他聘请了一个以前做图书管理员的人监察利率和黄金期货的关系，每当出现一个异常信号，这个图书管理员就会索取回报，这个方法总是带来可观的利润。与此同时，科夫勒善于从威玛手里拿到钱，常常引起同事们的不满。科夫勒有时会拿公司的预算来支付他助手的工资，而不是自己掏腰包；有时他会说服威玛额外分配钱给他根据他们的想法进行交易，而不是从自己的资金里预留。根据首席财务官欧文·罗森布鲁姆（Irwin Rosenblum）的判断，布鲁斯·科夫勒在商品公司积累的财富比公司任何人都多。

科夫勒结合了基本面分析和图表分析，这证实了从威玛预想的模型驱动研究的转轨。[①] 对于迈克尔·马库斯来说，图表有时更重要。的确，科夫勒曾经说过，最有利可图的机会出现在没有基本面信息的时候。如果市场表现正常，在窄幅内波动，没有明确理由的突破就是一个可以跟进的机会。这意味着某些内部人士从什么地方获悉了还不为市场所知的内幕信息，如果你跟着内部人士，你就会在消息公开前下手。

> 有一次科夫勒和马库斯对美元毫无道理地坚挺投注，一旦认为内部人士听到了重要消息的风声，他们就立即出手，那个周末，卡特总

---

① 科夫勒特别强调，他认为威玛原先估计某种商品有效价格的努力不如马库斯判断市场方向的努力有成效。试图对可可或其他商品的价格做个点估计太困难，而且具有潜在危险，因为它可能导致交易中的固执行为。“作为一个杠杆基金的交易员，你必须关注过程，而不是结果。”——作者注

统宣布了支持美元计划。如果他们等到官方消息正式宣布，也就是说，如果威玛预想的方式——根据基本数据进行交易，他们将一败涂地。

1981 年科夫勒和他的助理罗伊·伦诺克斯（Roy Lennox）意外地发现了后来成为对冲基金主打的一种策略。他们寻找那些将来成本远低于现在成本的货币，以很划算的远期汇率买入。多数人觉得这样赚不到什么，如果远期汇率降低，那是因为货币可能贬值。但科夫勒和伦诺克斯认为这种想法是错误的，**低远期汇率通常意味着高利率**。如果西班牙银行支付储户 7% 的利息，现货市场比塞塔的价值将比一年期远期市场高 7%，所以，远期市场的折扣是对买家错过收取利息的机会所做的补偿。**远期市场上的大幅折扣根本不是货币贬值的信号，而是货币要升值的迹象，因为高利率可能会压低通货膨胀，吸引资本流入国内。**在接下来的约 10 年里，科夫勒和伦诺克斯买入有大幅折扣的货币远期，卖出折扣小的货币远期。在对手效仿之前，这种"套利交易"的利润都相当可观。

科夫勒的成功是商品公司全盛时期的尾声。当关于公司利润的消息传到华尔街其他人的耳朵时，威玛发现自己面临着严峻挑战。纽约经纪商接近他的顶尖交易员，要求把他们客户的资金直接交给顶尖交易员；他们极力劝说像马库斯和科夫勒这样的人设立像威玛公司构架的对冲基金。威玛起初反对，但交易者占了上风，老板在商品公司支出如此巨额的管理费，以至于交易员们早想自立门户，而现在华尔街为他们提供了一个营运资本的另一个来源，外加接受这些资本的丰厚费用。经过一番内部争论之后，交易员决定走自己的路，很快，科夫勒就管理了华尔街数百万美元的现金。他的交易助理队伍扩展到他在掌管一个国中之国的程度。到 1983 年科夫勒脱离公司开办卡克斯顿对冲基金时，虽然名义上没有，但他实际上已经是一个独立的对冲基金巨头，他获得了神秘的、通过杠杆效应放大的、令人羡慕的成功。

与此同时，两个年轻的期货交易者正在崛起。后文将讲到的保罗·都铎·琼斯和路易士·培根都从商品公司获得创业资本，在 20 世纪 80 年代初，他们从曼哈顿乘直升机抵达普林斯顿，出席交易员的宴会。琼斯和培根都从商品公司学到东西，交流对趋势和图表模式的看法，并采用其风险控制程序。培根最后聘请了商品公司的高级行政官伊莱恩·克罗克做他的对冲基金——摩尔资本管理公司的主席。但是，培根过于独立，不适合威玛的公司，而琼斯也拒绝了工作机会，

他很高兴从商品公司拿到创业资本，但他不想加入这个公司。顶尖交易员的外流加上威玛的大手大脚使公司陷入危机，1984年的内部暴动迫使威玛承诺减少管理费用，重回“简单的生活”。[①] 商品公司再也没有重振雄风。**历史的重心开始转移：从威玛转到一帮年轻人，从普林斯顿的悠闲舒适转到纽约对冲基金的新一代。**

① 商品公司持续了很多年，最终在1997年并入高盛。但它的鼎盛时期在20世纪80年代初就已经结束。该公司1981年在交易中亏损，但威玛听任管理费用不断增长，从1981年的1 500万美元到1982年的2 300万美元，再到1983年的2 700万美元。——作者注

第4章

金融炼金术

当1949年一个年轻的名叫乔治·索罗斯的匈牙利人来到这里的时候，伦敦政治经济学院还是一团糟。第二次世界大战的创伤还没有复原，纳粹主义的受害者、共产主义的流亡者以及支离破碎的英国年轻领导人都将伦敦作为了避难所。大家想找一个理论来解释为什么欧洲要毁掉自己，它又该如何重建。工党政府以新的福利国家的形式重塑英国，马歇尔计划的援助加快了欧洲大陆的重建。在伦敦政治经济学院的演讲大厅，慷慨激昂的马克思主义者与自由主义者弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek）在一起，凯恩斯主义者和反凯恩斯主义者互相辩论。正是在这个时代，学校的历史学家写道："伦敦政治经济学院的神话诞生了。"

索罗斯在跨进校园之前已经饱受磨难。他出生于布达佩斯一个富裕的犹太家庭，在纳粹占领时期，他离开家人，假称自己是基督徒躲在他父亲的几个熟人那里从而幸存下来。他在那个城市的街道上看到过各种各样遭虐待的尸体：双手被绑的，脑袋粉碎的。他曾经为了帮助家人谋生而把首饰卖给黑市上的商贩。1947年，他还不到17岁，索罗斯挥手告别了他可能再也看不到的父母，离开匈牙利到伦敦去寻找美好的未来。在伦敦，他干过洗碗工、房屋油漆工、餐馆工。曾有一领班告诉他，只要他努力，也许有一天他会成为自己的助手。在他到伦敦政治经济学院学习之前的那个夏季，索罗斯终于找到了中意的

工作，在一个没多少人游泳的游泳池做救生员。他读亚当·斯密、托马斯·霍布斯以及尼科洛·马基雅维里（Niccolo Machiavelli）的著作。

在伦敦政治经济学院，给索罗斯启发最多的一个权威人物是卡尔·波普尔（Karl Popper）。他是一个奥地利哲学家，为了躲避纳粹迫害背井离乡来到英国——就是这个人，将他的想法完全无意识地灌输给了这位后来成为最著名的对冲基金管理人的年轻人。**波普尔的中心论点是，人类是无法知道真理的，他们能做的最多就是通过不断的实验和错误来摸索、接近真理。**这一观点对一个有索罗斯这样背景的人有明显的吸引力，因为这暗示着所有的政治教条观点都是有缺陷的。波普尔的杰作《开放社会及其敌人》（*The Open Society and Its Enemies*）让索罗斯建立了自己的毕生梦想，那就是献身于哲学。它给索罗斯指引了一条看待金融问题的独特思维方式，也使他获得灵感，将自己创立的慈善机构命名为开放社会研究所（The Open Society Institute）。

索罗斯离开伦敦政治经济学院，成绩平平，做了一段没有任何前途的工作，在威尔士北部卖过女士手提包，他靠写信给伦敦的所有投资银行谋求个初级职位而摆脱了这种命运。因为缺乏社会关系，他总是遭到这些单位的拒绝，最后终于在一家匈牙利移民开的经纪公司得到一份工作。学习了金融的基本知识后，1956年，他设法来到纽约，盘算着只要在华尔街熬上5年，就能存够支持他作为一名哲学家的生活的存款。[①] 但他很快发现他很擅长投资，觉得退出这个领域太可惜。到1967年，他已经成为专攻欧洲股市的有名的华尔街经纪公司——安贺-布莱施洛德公司（Arnold and S. Bleichroeder）的研究组组长。在因为卖想法给他们而认识了阿尔弗雷德-温斯洛-琼斯公司的部门管理人员后，1969年，他推出了自己400万美元的多空选股基金，他把它叫做双鹰基金，并在布莱施洛德的庇护下管理这只基金。

到那时，索罗斯将波普尔的思想和他自己的金融知识融合在一起，形成了他称之为"反射"的综合体。就像波普尔在著作中提出的，上市公司的详细情况太复杂，非人力所能及，因此投资者更依赖于那些接近现实的猜测和捷径。但是，索罗斯意识到，这些捷径也能改变现实，因为看涨的猜测将推动股票价格上升，从而使公司以低成本筹集资金，提高绩效。由于这种循环，确定性更

① 索罗斯估计他需要500 000美元。——作者注

加不可能：人们无法明确地感知现实，但最重要的是，现实本身也受这些不明确的看法的影响，而这些看法本身还在不断变化。索罗斯得出了和有效市场的观点截然不同的结论。

> 金融学术界认为理性的投资者可以得出一个客观的股票估值，而当所有信息都反映在价格中时，市场就达到了有效均衡点。但对于波普尔的信徒来说，这个前提忽略了对认知的最基本的局限。

即使他的金融生涯在20世纪60年代已经起步，索罗斯还是继续躲在他度假屋的书房里，绞尽脑汁地将他的哲学思想写在纸上。尽管后来表明索罗斯用反射理论来解释投资的成功属于事后诸葛亮，但他的思想还是影响了他的投资方式。在一篇写于1970年的投资笔记中，索罗斯用明确地反射术语来解释房地产投资信托基金的运作。

> “证券分析的传统方法是设法预测未来的收入。”但就这些投资信托基金来说，未来的收入取决于投资者对他们本身的预期。如果投资者看好，他们将支付溢价给成功的信托基金股份，给它注入低成本资金。低成本资金会增加收入，这反过来又加大了成功的可能，从而说服其他投资者支付更高的溢价投资这个信托基金。

索罗斯坚持认为，诀窍就是不注重收入的预期，也不注重改变投资者预期的心理，而是注重两者之间的相互作用，预测其中一个带动另一个向前，直到这个信托基金被彻底高估，崩溃将不可避免。果然，房地产投资信托基金遵循了索罗斯预期的从繁荣到萧条衰败的过程。他的基金在它们上升时赚了大钱，而另一只则在其崩溃时赚了钱。

1973年，索罗斯离开安贺-布莱施洛德公司，成立自己的公司。他租的办公室离他在中央公园西部的合作公司只有一个街区，他的合伙人也是从安贺布莱公司过来的，他就是那个急躁的工作狂分析师，名叫吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）。多年后在他曼哈顿的家中采访他时，罗杰斯进行讨论的同时还气喘吁吁地在自行车上锻炼，并在车上装了笔记本电脑和电话以尽可能多地同时处理多件事。和罗杰斯一起，索罗斯继续寻找可能逆转的不稳定的均衡。例如，他看到放松金融管制正在改变银行业的游戏规则，将股市的一个沉闷部门变得有活力，他从银行类股票赚了一大笔。他发现1973年的阿拉伯－以色列战争改变

了国防业，因为埃及使用的前苏联武器装备表现良好，这表明美国面临着前所未有的挑战。索罗斯预测，五角大楼将很快说服国会追加投资，于是他大量投资国防类股票。

当索罗斯意识到游戏规则改变的时候，他会大胆地买入。在他判定军事开支将上升之后，他成为国防承包商——洛克希德公司（Lockheed）最大的外部股东。他愿意在确定他的观点正确之前就孤注一掷。如果他发现一个有吸引力的粗略的投资想法，他会想到别人也会这么想。因为他相信完美的认知是不可能的，所以没有必要追究细节。一次在瑞士滑雪度假时，他买了放在空中缆椅底部的《金融时报》，在上升过程中他看到英国政府援助劳斯莱斯的计划，就在山顶打电话给他的经纪人要求买入英国政府债券。这让专家在细节上纠缠不清。索罗斯的座右铭是：**“先投资，后调查。”**

截至1981年初，索罗斯已经取得了异乎寻常的成功。

> 他的对冲基金于1973年更名为索罗斯基金，又在1978年更名为量子基金，并已积累了38 100万美元的资产，尽管20世纪70年代股票市场并不好，但这几乎是其初始资本的100倍。这个曾经在伦敦勉强维持生计，有时还要靠慈善事业支持的少年，积累了价值1亿美元的个人财富，而且他自己也成了一个慈善家。

1981年6月，在《机构投资者》杂志上发表的简介中恭敬地称索罗斯为“世界上最伟大的基金经理”。他的对手用网球运动员伊利·纳斯塔斯（Ilie Nastase）赞扬比约·博格（Bjorn Borg）的话来表达对他的钦佩：“我们玩的是网球，他玩的是别的。”

索罗斯没有超越自我欣赏的境界。他这样写道：“我后退一步看自己，心中充满了敬畏：我看到了一个完美打磨的机器。”没有丝毫自嘲的意思。他也在另一场合承认：“我想象自己是某个上帝或像凯恩斯一样的经济改革者。或者，甚至更好，是像爱因斯坦一样的科学家（‘反射理论’的英文发音听起来像‘相对论’）。”但悲剧是，他并不快乐。一个投资者如果要成功，他需要用本能，也需要用心地关注市场，这种关注可能很强烈，甚至于投资者能感觉到。如果他的投资组合有麻烦，索罗斯意识到这一点的第一感觉就是背部发凉。如果索罗斯认为市场随时可能对他不利，他会顺应他的身体给出的生理信号，卖出他所持

有的股票。投资活动消耗了他所有的时间和精力，他认为自己是一个为了胜利而牺牲了一切个人生活的在训的拳击手，他把自己比做一个体内寄生着无情地膨胀的基金的病人。

在他取得一个接一个成功的时候，索罗斯开始重新思考生活的重心。1980年，他解聘了脾气暴躁的吉姆·罗杰斯，吉姆曾多次赶走公司里的年轻员工，而且并没有帮索罗斯分担一些工作，这让索罗斯感到失望，他开始寻找新的可以委以重任的合作伙伴。由于分心寻找，他的投资业绩猛地下滑。

> 1980年量子基金的回报率超过100%，次年却亏损了23%，这是这个基金的首次亏损。由此索罗斯遭遇了挤兑潮，他管理的资本由4亿美元减为2亿美元。到1981年9月，觉得受到羞辱的索罗斯把剩下的钱委托给其他投资者，他自己像三年前的迈克尔·斯坦哈特一样，从投资市场上退出休假。

当索罗斯于1984年重新回来做全职投资时，他找到了一种平衡。在此之前，他一直偏执，如果他不再偏执，他的业绩就将受到影响。但在他遭遇中年危机的那段时间里，一个心理学家帮他摆脱了一些心魔。他承认他的成功，并允许自己放松，他知道这样做可能是杀鸡取卵，更知道不这样做即使成功了也毫无意义。他放弃了以前那种凭借本能来鉴定基金的运作方式，就像身体的某种东西已经从他的身上切除了一样。他将这种改变比做一次痛苦的手术，在该手术中，他忍受了从唾液腺中取出结石的痛苦。这些结石一旦摘除并暴露在空气中，就会化为粉末。索罗斯回忆说："那些纠缠我的心魔也是那样。从某种意义上说，他们一见光就烟消云散了。"

索罗斯用更智能的东西取代了后背痛的信号。从1985年8月起，他一直坚持记下他的投资想法，希望这种记录想法的做法会使他提高判断力，由此而产生的"实时实验"密集、重复，而且充满了对始终未实现情况的深刻反思，这也是一个对工作中的投机者的真实写照。此外，索罗斯的日记记下了他的一个最伟大的成就——对美元的赌注，他称之为"生命中的巨大成功"。

索罗斯已经不再推崇华尔街流行的选股，但是，他对反射循环的专注使他广泛地思考机会的问题。就像商品公司放弃棉花交易所内的位置而成为

多面手的迈克尔·马库斯一样，索罗斯找不到任何理由去了解几只股票的所有，只希望预测到一些小的变动，对很多事情都知道些皮毛，这样你就可以在大变动发生时抓住机会。到20世纪80年代，布雷顿森林体系崩溃后的浮动汇率给了他用武之地。当时存在美元的价值基于交易者的看法，而索罗斯相信这些看法是有缺陷的，此外，由于这些看法可能随时逆转，美元价值将急剧变动。

> 这不是货币市场运作方式的传统观点。20世纪七八十年代，大部分经济学家都认为货币市场和资本市场一样，会趋于有效率的均衡。如果美元被高估，美国的出口将受到影响，而进口将会增加，由此产生的贸易赤字将意味着外国人需要用来购买美国商品所需的货币少于美国人所需要用来购买外国商品的其他货币，对美元的需求减少会降低美元的价值，减小贸易赤字，直到系统达到平衡。而且，在传统的观念里，投机者不能破坏这一进程。如果他们准确地预期了汇率的未来走向，他们只是在加速到达均衡点；如果他们判断错了，到达均衡点的过程会减缓，但是这种减缓不会持续，因为投机者会亏钱。

索罗斯认识到了均衡理论无法解释实际中的货币变动。比如，在1982—1985年间，美国贸易赤字持续增长，这意味着对美元的需求疲软。但在此期间美元却升值，其原因是投机性资本流入推动了美元上升，而这些投机资本的流动往往是自我强化：**当热钱流入美国，美元升值，而美元的升值又吸引了更多的投机者，使汇率更加远离均衡点。**

如果投机者是决定汇率水平的真正力量，那就意味着货币永远会表现出先繁荣后萧条的过程。在这一过程的第一阶段，投机者会形成一种普遍的偏见，而且这种偏见会自我强化，推动汇率一步一步远离达到贸易均衡所需要的水平。汇率偏离得越远，就有越多的投机者觉得自己没错，而贸易就会更加不平衡。最终，巨大的贸易不平衡压力将压倒投机者的偏见，情况将发生逆转，投机者会来个180度的大转弯，然后一个新的相反方向的趋势会显现。

1985年夏天，索罗斯全力应付的挑战是如何判断美元反转的时间。8月16日，当他开始坚持写日记的时候，他怀疑这个时刻马上就要到了。里根总统在他第二任期开始时重组了他的管理队伍，而新的团队似乎决心将美元贬值以减少美国的贸易赤字。从相关度来说，根据基本面可以得出同样的结论：利率下

降使持有美元的投机者无利可图。如果政治措施和低利率联手哪怕使一部分投机者放弃美元，货币升值的趋势也可能突然逆转。在第二个阶段，所有想要持有美元的投机者都已经持有了，市场已经几乎没有了买家，所以只需要几个卖家，就可以使市场逆转。

索罗斯为这个逆转是否即将到来很伤脑筋。如果美国经济增长加速，利率上升，这会使美元反转的可能性比较小。另一方面，如果银行开始收缩信贷，抵押品价值下降和减少信贷的信息反馈回来，银行领域出现的问题就会减缓经济增长并推动利率大幅下降。“我该怎么判断？我唯一的竞争优势就是我的反射理论。”这个理论使他认为自我强化的金融混乱风险特别严重，所以他倾向于赌美元贬值，另外，某些技术指标也指向这个结论。在考虑了经济学的半科学、反射的半哲学以及图表的半心理学的论断后，索罗斯得出了投资结论：做空美元。尽管内心有些疑虑，索罗斯还是果断地建仓。

> 截至8月16日，量子基金有价值7.2亿美元的相对要贬值的主要货币，包括日元、德国马克和英镑，这用了7 300万美元的保证金，这个市场持有量超过了基金的所有股权资本。他所冒的险是惊人的，他在日记中轻描淡写地说：“一般来说，我在任何一个市场上的投资尽量不超过基金股权资本的100%，但是我想调整市场构成的一惯定义来顺应我目前的想法……”这种认为对冲基金实际上是在套期保值的想法已经不经意地被淘汰了。

三个星期后的9月9日，索罗斯的第二篇日记记载说，他的投资情况不妙。美元因为一系列美国乐观的经济指数而升值，这个赌局使量子基金损失了2 000万美元。索罗斯开始又一次的深刻反思。他继续将重点放在薄弱的银行系统，图表暗示他可能即将转运：德国马克似乎遵循着某种模式，暗示它即将大幅升值。然后索罗斯对此进行了更进一步的分析，他设身处地地从货币当局来考虑，认为即使经济形势比预期的要好，利率也可能会维持在低水平，美联储因为肩负着银行监管的责任而不愿意提高利率，摇摆不定的放款人最不想看到的就是资本成本的提高。此外，美联储还可以不提高利率是因为里根的改组政府决心严格控制财政赤字，缓解通货膨胀的压力。在那个9月，索罗斯权衡利弊之后，决定坚守他还在亏钱的赌局，不过如果市场对他更加不利，他将放弃一半。

索罗斯的投资决策往往是险中取胜。事实是，市场至少在一定程度上是有效的，所以大多数信息已经反映在价格中，**投机的艺术就是看到其他人忽略的一个点，然后利用那点小小的优势大量交易**。索罗斯往往寻找证据，形成论点，然后却摇摆不定，午餐时客人随口说的一句话可能对他有决定性的影响，他可能猛地从座位上站起来，让交易员改变投资方向。索罗斯在那年9月的第二个星期关于坚持做空美元的决定就是生死攸关的情况之一。如果刚开始亏损后稍一犹豫，他的人生就将改写。[1] 不过，索罗斯没有犹豫。

> 1985年9月22日——他的第二篇日记之后不到两个星期，美国财政部长詹姆斯·贝克（James Baker）和法国、西德、日本以及英国的财政部长齐聚纽约广场饭店（Plaza Hotel）。五国共同承诺协调干预货币市场，促使美元下跌。广场协议的消息使索罗斯一夜之间获取了3 000万美元的利润。第二天日元对美元上涨超过7%，是历史上的单日最大涨幅。

索罗斯有些幸运。他预先想到里根政府希望美元下跌，但他不知道当局将如何操作，也不能预知广场上的会议。然而，在广场会议之后发生的事情却和运气一点关系都没有，只是让索罗斯成为一个传奇。索罗斯没有将他在做空美元上的利润兑现然后吃老本，而是更多地买入。美元的反转终于到来了，他所知道的整个反射循环都认为美元最初的下降仅仅是一个开始。

广场饭店的会议于星期日在纽约结束，但当时在亚洲地区已经是星期一上午。索罗斯立即打电话给相关的经纪人下单为他的投资组合买入更多日元。第二天，当他公司内部的交易商想要锁定他们运作的小型投资组合的利润时，索罗斯少有地发了火。他跑出办公室，大声勒令停止卖出日元，告诉他们他将为此承担责任。交易商都不想与成功失之交臂，但对索罗斯来说，世界上几个发达国家的政府都透露了美元贬值的意向，广场协议已经发出了信号，那他为什么不能大量买入日元？接下来的几天，索罗斯继续买进。

> 到广场会议之后的那个周五，他持有了价值2.09亿美元的日元和德国马克，另外还有1.07亿美元的美元空头头寸。如果这种状态下有风险，那只可能是该广场公报是个纸老虎，这个声明相对于如何采取

① 索罗斯在《金融炼金术》里承认他差点就没坚持做空美元。——作者注

行动的细节来说单薄得让人怀疑，而且还要取决于各国政府是否遵守承诺采取具体措施。不过，索罗斯在华盛顿、东京和欧洲的政治关系网比其他任何纽约的基金经理都大，而他的网内人士劝他相信广场协议是真的。到12月初，他又买入了价值5亿美元的日元和德国马克，同时增加了近3亿美元的美元空头头寸。索罗斯在日记中写道："我承担了各种可能的最大的市场风险。"

索罗斯在1985年12月完成了他的实战的第一阶段。他回顾这一时期，是一个从美元即将贬值的假设开始，到最终这个理论确认的时期。他不停地猜测银行体系会崩溃，结果证明这只是个障眼法而已。他承认："我的预测的突出特点是，我一直在期待着没有实现的事态进展。"但这个预测错误与他取得的决定性成功相比就不值一提了。索罗斯知道没有什么比人们对美元走势捉摸不定的想法更能使美元走高了，因此这种突然逆转一触即发。因为他清楚美元系统的不稳定，所以他比其他人更快地明白广场协议的意义。广场协议就是这个触发剂，不管新政策的具体内容是什么都无所谓。新政策的突然推动引发了一个新的趋势，这个趋势现在可以依靠自身发展而延续下去。

根据广场协议进行的交易所带来的投资回报是惊人的。从8月开始后的4个月里，索罗斯的基金增长了35%，产生了2.3亿美元的利润。索罗斯深信其写日记的行为对提高他的业绩有所帮助，他开玩笑说，他取得的利润是有史以来作为一个作家所获得的最高酬金。两年后，当日记作为索罗斯的书——《金融炼金术》的一部分出版时，有评论者嘲笑日记写得像流水账一样。但是，正如一位评论家所说，这个《金融炼金术》确实有用（用蛋黄战胜了沸腾的水银）。

1987年5月出版的《金融炼金术》确认了索罗斯的名人地位。他的日记在对冲基金行业中几个年轻的新星心中产生了共鸣，他们从中看到的是一个炒家焦急地与多种不确定因素较量的真实写照。从商品公司得到创业资本的神童棉花交易商——保罗·都铎·琼斯后来创建了非常成功的都铎对冲基金，他要求他的员工必须阅读《金融炼金术》一书。在已出版的《金融炼金术》的一篇前言中，琼斯说，索罗斯你现在应该小心了。他援引了第二次世界大战题材的电影《巴顿将军》中的一个场景，在该场景中这个伟大的美国将

军体验着战胜陆军元帅艾尔温·隆美尔（Erwin Rommel）的滋味。巴顿根据所读的隆美尔的战术著作来准备与隆美尔的战斗，在电影高潮时刻，巴顿从指挥所向外看，说出了琼斯最喜欢的一句话："隆美尔，你这个了不起的混蛋，我读过你的书！"

索罗斯很享受这样的警告带来的困扰。最后，他成了自己曾在伦敦政治经济学院钦佩的那种公共知识分子，他戴着大眼镜、有着浓密头发的精心打造的形象突然开始出现在杂志的封面，他的中欧口音加重了他的异国情调光环。杂志的人物简介说，索罗斯早在大多数基金经理知道东京在哪之前的好几年就是全球投资的研究者，他的投资包括期货、期权和远期外汇合约，而且对做多和做空都同样运用自如。他从静得可怕的曼哈顿交易大厅，到统治全球市场，并用 5 种语言和全球的金融家交谈。《经济学人》杂志称他是"世界上最迷人的投资者"，《财富》杂志的封面故事暗示他可能会作为"当代最有预见性的投资者"排在沃伦·巴菲特的前面。但是，正如 1981 年《机构投资者》杂志在对索罗斯夸大其词的简介之后那年遭受了让他蒙羞的 23% 的损失一样，1987 年对他的恭维也预示了一场灾难。

> 《财富》杂志的封面故事出现在 1987 年 9 月 28 日，标题就指出了当时的问题："股价是否太高？"经过从 20 世纪 80 年代初就开始的长期牛市后，标准普尔指数中的 400 家工业企业股票价格平均达到账面价值的 3 倍，是第二次世界大战以来的最高水平。《财富》杂志将索罗斯作为股市高水平的第一个专家见证人，并解释说，索罗斯很乐观。趋势追随者将股市推高并不意味着崩溃即将来临，索罗斯说："市场被高估并不意味着它是不可持续的。"为了支持他的观点，索罗斯指出，在日本，股票猛增超过了传统的估值。崩溃终会来临，但是，崩溃会在到达华尔街之前先袭击东京。

索罗斯并不是唯一一个看好的。接下来的一周，所罗门兄弟公司发表了一份研究报告，承诺牛市会持续到 1988 年，再一周后，著名的摩根士丹利分析师、索罗斯的朋友拜伦·韦恩（Byron Wien）预言"在这个周期结束之前将再创新高"。这是一个由杠杆收购和举债收购将股价稳步拉高的时代，公司秘密收购者的生活出现在杂志里，让人羡慕不已。一个当时不知名的金融家大卫·赫林格尔

（David Herrlinger）利用那种氛围，宣布出资68亿美元购买戴顿-赫德森公司（Dayton Hudson Corp.）。赫林格尔在他的前院草坪告诉记者，他的要约可能是个骗局，也可能不是。他说："这不过是个骗局。"这条新闻将戴顿-赫德森公司股票拉到一个很高的价位。但是，骗局终究是骗局，赫林格尔很快就被送到医院。

这股收购热潮是对索罗斯的反射思想的极好阐释。那些收购和接管都是自我强化的：每次收购消息宣布时，该行业的每家公司股票都上涨，收购公司的盈利将获利的预期更加增强。大量贷款源源涌入以支持收购行动，这种循环将股价拉到远高于估计的基本价值，正如索罗斯的理论所预期的那样。当然，这种收购行动迟早会因为过多的债务而崩溃，那时这种趋势将逆转，但是，似乎没有任何有力的证据证明这种逆转马上就会到来。索罗斯继续将华尔街的首席哲学家作为他的新业余爱好，接受新闻记者的采访，出现在电视节目中。

10月5日，索罗斯邀请了他的一个粉丝去他的办公室，这个粉丝就是斯坦利·德鲁肯米勒，他是华尔街最热门的基金经理，也读过《金融炼金术》，并在会上表示对这本书感兴趣。索罗斯高谈阔论，并提供给德鲁肯米勒一份工作。他想找个管理量子基金的接班人，好让他有更多的时间放在哲学和慈善事业上，因为投资理财使他疲累不堪。德鲁肯米勒拒绝这么轻易地被诱惑，但双方关系变得亲密起来。

德鲁肯米勒个子高、肩膀宽，而索罗斯矮小精干；他说话直白，而索罗斯说话隐讳；他很普通，来自中部美洲，而索罗斯具有异国情调，来自中欧。但他们相处得很好。当时索罗斯已经50多岁，自以为是，而德鲁肯米勒才30多岁，充分地听取意见。尽管他们对市场有很多一致的观点，他们的资金头寸却大不相同。德鲁肯米勒认为市场崩溃即将到来，因此他做空；而量子基金做空日本市场，却做多美国市场。

事实上，索罗斯最近壮大了他的选股队伍，而且量子基金因为大量买入在华尔街戏称为"套利垃圾股"的热门收购股票赚取了令人咋舌的利润。因为跟对市场行情，索罗斯的团队到9月底扩充了60%。一切看起来都很好。

10月14日，索罗斯在《金融时报》发表了一篇文章，重申崩溃将始发于东京的观点。周三上午，他到美国哈佛大学的肯尼迪政府学院做一个关于"先繁荣后崩溃"理论的演讲。演讲结束后，他发现整个华尔街都在抛售。新闻报道说，

美国国会可能会对公司合并征税，此举可能在一定程度上打击牛市。当天道琼斯工业指数下跌3.8%，这种下跌引起了索罗斯的注意。他知道市场远离了均衡点，他也知道，繁荣之后很快就是大崩溃。正如他事后沮丧地承认说："那时候我就应该待在办公室，抛出股票退出市场。"

> 周四股市继续下跌，周五跌得更惨。那天股市收盘后，索罗斯新交的好友来访。3天的抛售使德鲁肯米勒相信道琼斯指数已经充分下跌，根据他的图表，价格很可能已经降到即将反弹的地步。那个星期五下午，德鲁肯米勒从做空变成了做多。

索罗斯和他朋友谈话的同时在面前摊开一叠图表，这些图表是保罗·都铎·琼斯制定的。琼斯是《金融炼金术》的另一个推崇者，索罗斯也经常和他一起探讨问题。德鲁肯米勒看着图表所反映出的走势特点，内心不由得升起一阵恐惧。琼斯的图表似乎显示出他犯了一个严重的错误。**图表显示股市的历史趋势是：当本来上升的股票价格抛物曲线被突破时，股票的价格会加速下滑，这些图表也显示出1987年的市场与1929年的市场相似。也许股市要崩溃了。**①

第二天一早，德鲁肯米勒造访了杰克·德莱弗斯（Jack Dreyfus）——德莱弗斯家族共同基金的创始人，德鲁肯米勒就在该共同基金工作。德莱弗斯吩咐过他的秘书不但要保留大盘指数的图表，还要保留个股的指数图表。德鲁肯米勒后来回忆说："我们翻看了所有这些个股的图表，然后我意识到我死定了。我看到不只是几个股票一定会下跌很多，而是所有的股票都这样。"他说这意味着所有的股票已经突破了一个临界点，现在会加速下跌："一只只股票都明显突破了临界点……显然，我误判了形势。"由于只关注了大盘，德鲁肯米勒没有注意到个股令人担忧的走势。**在图表分析师中有句老话——士兵领导将军（个股决定大盘）**。德鲁肯米勒在那个周末接下来的时间里吓了个半死。星期一的时候他尽快从自己的头寸中脱身，到上午晚些时候，他的投资已经有了180度的大转变。在极度紧张的几个小时后，他又做空了市场。

10月19日那一天在历史上称为黑色星期一。道琼斯指数损失了22.6%的

① 保罗·琼斯后来回忆说："到10月19日，星期一，我们知道市场那天要崩溃……上周五创下了下跌期间的日成交量记录，这和1929年的情况一模一样，也是崩溃的前两天。和1929年的类比模型完全表明了崩溃的来临。"——作者注

市值，这是这个历史悠久的指数自 91 年前开始启用以来跌幅最大的一次。通过迅速改变自己的头寸，德鲁肯米勒躲过了这个最坏的股市混乱时期，但索罗斯却没有这么幸运。他尽了最大的努力从市场脱身，但是由于他掌管的资金比德鲁肯米勒多，而且那些几天前价格还较高的套利垃圾股在恐慌时期很难出手。午饭的时候，当德鲁肯米勒已完成他的头寸改变的时候，索罗斯还在拼命出售，股市一片混乱。一位华尔街人士后来回忆说："人们不敢相信他们所持股票会下跌得那么快。"她透过窗子看着外面卖热狗的小店，借此来稳定自己的情绪。只要热狗还在卖，这个世界就不可能玩完。

星期一晚上，索罗斯重新评估了一下形势。美国的股市严重打击了他，但他在日本的空头头寸因为日经股票指数下跌已见成效，这缓解了他的损失。有传闻说，是新开发的一种叫"投资组合保险"的投资工具引起了纽约股市暴跌，这种投资工具对投资者承诺对抗市场下跌，其运作方式是在市场疲软的时候卖出期货，锁定投资者的潜在损失。但是当成千上万的人在市场疲软的时候卖出期货，结果就是史无前例的灾难。如果这种说法是正确的，索罗斯就得到一个明显的信息——**由程控交易而非基本因素引起的市场崩溃更可能很快得以纠正，也许，市场要反弹了。**

星期二早上，市场果然反弹了。索罗斯抓住机会重新投入市场。但他在日本市场的投资损失惨重，通过在流动性更强的中国香港市场卖出期货他建立了日经指数的空头头寸。但当黑色星期一股市崩溃的时候，中国香港期货交易所的管理者决定关闭市场防止损失，而当星期二美国市场开始回升，预示着第二天日本市场也将反弹时，索罗斯却无法平掉他的空头头寸。到星期三，日经指数猛升了 9.3%，是自 1949 年以来最大的单日涨幅。可索罗斯却无能为力。

周三纽约市场收盘前几分钟，索罗斯再次和德鲁肯米勒谈了一次。道琼斯指数已经连续两天涨势强劲，德鲁肯米勒觉得另一个反转即将到来了。他研究了崩盘的历史，发现了一个规律：**市场急剧下跌之后往往会有两天的猛涨，但随后市场将再度陷入低谷。**那个星期三下午，德鲁肯米勒告诉索罗斯说他要做空。

索罗斯不为所动。他征询了其他密友，相信黑色星期一是一种不正常的现象，是一个投资组合保险带来的噩梦。

德鲁肯米勒一向早起，周四早上，他在焦虑中醒来。市场头天收盘的时候

很坚挺，因为投资组合保险的异常表现，索罗斯认为历史规律不会重复可能是正确的。但是，当他察看了伦敦的情况后，他看到股票在崩盘。如果纽约受到伦敦市场的暗示，德鲁肯米勒的空头头寸表现会不错，而索罗斯则会有麻烦。

上午 8 时左右，德鲁肯米勒接到了在所罗门兄弟期货柜台的电话。

该经纪人告诉他："市场有一个大庄家，期货开盘可能低于 200。"这是一个重磅炸弹。期货头天晚上收于 258，在这个大庄家的抛盘压力下瞬间跌到 200，这意味着下降了差不多 25%。德鲁肯米勒觉得他不妨依此建仓，以防这种情况发生。他告诉经纪人如果期货合约下跌至 195，就帮他平掉空仓。到了那种低点，德鲁肯米勒将乐于锁定利润。

开市后，庄家猛烈打压市场。期货跌至 200 以下，德鲁肯米勒与所罗门兄弟下的单都被执行，仅从头天晚上到现在，他的头寸就获得了 25% 的收益。大约上午 10 点，庄家抛售已经结束，市场趋于稳定，德鲁肯米勒估计又到了反转的时候。想起前一天下午的谈话，德鲁肯米勒拿起电话打给索罗斯。

> "乔治，我只是希望你知道我昨晚是不看好，但我想现在可能到底了。有些疯狂的人刚刚疯狂地抛售，完全不计后果。"
>
> 索罗斯听起来平静、超然："现在我在疗伤，我改天回来再战。"

直到那个周末德鲁肯米勒才知道发生了什么事。他拿起《巴伦周刊》的最新版本，发现市场上的大庄家不是别人，正是索罗斯。

《巴伦周刊》报道了事情的一部分，这与日本的麻烦有关。在周三的大涨之后，日本市场在周四再次上涨。索罗斯想平掉他在期货市场的空仓，但在中国香港重新开市之前根本没有办法卖掉，同时，他在大量亏损。因为周一在纽约市场的损失，量子基金就会有投资者丧失信心的危险，这足以毁掉任何杠杆式基金。一旦你的贷款人感觉你有麻烦，他们就开始收回贷款，这迫使你在市场疲软的时候卖掉股票，形成一个恶性循环。当索罗斯看到伦敦市场在周四早上下跌，这意味着市场又会大量抛售，他觉得是退出的时候了。他在周一就太慢退出市场，他不想让这种情况在一个星期内发生两次。

他说："我不明白这是怎么回事，我们刚刚决定变现，还有一天时间。"然后，他让他的交易员乔·奥罗菲诺（Joe Orofino）出售芝加哥商业交易所的标准普尔期货以退出市场，奥罗菲诺让雷曼兄弟公司的经纪人下了卖单。量子基金

有整整10亿美元的头寸需要抛售，而且得快，但想要卖出大量的头寸而不引起市场变动是不可能的。

期货场内的交易员准备在索罗斯之前卖出，像德鲁肯米勒之类的投资者知道他们可以在锁定空头头寸的利润之前让市场尽量下跌。索罗斯之后后悔地说："当他们下那样的指令时，他们将市场压得非常非常低。"

索罗斯那天变现的决定也许是他职业生涯最糟糕的一次，他的基金损失了约2亿美元，达到这次剧烈变动的极值：在大约一个星期内，量子基金已经从盈利60%变成亏损10%，价值蒸发了8.4亿美元。这一事件表明了后来困扰着这个行业的对冲基金的弱点：**基金规模越大，它就越难退出市场，也难以做到此过程中不影响价格，不损害自己的利益。**如果量子基金规模小一些，索罗斯可能在周一就和德鲁肯米勒一样迅速卖出，而且周四他也可能在不导致价格暴跌的情况下卖出他的头寸。索罗斯的交易方式是假设他有力挽狂澜的能力，而当这个假设被证明是错误的，索罗斯就有麻烦了。

这次崩溃的程度毁掉了很多基金经理的信心。以前春风得意的人现在变得垂头丧气。"那个秋天我非常沮丧,完全丧失了斗志,"迈克尔·斯坦哈特后来回忆说，"我的信心动摇，觉得很孤独。"而索罗斯的这种情绪并不强烈。就像他在崩溃前对德鲁肯米勒所说的那样，他厌倦了运作量子基金，在他的意识里总想着放弃。但是我们不需要怀疑他的气魄，在1987年不需要，在任何别的时候也不需要，在索罗斯的粉丝圈里，他在崩溃后复原的方式是他所有成就里最突出的。黑色星期一之后一两个星期，索罗斯瞅准一个机会做空美元，他大胆地利用杠杆效应，好像什么都没发生过一样。而那时美元正好下跌，赌局见了成效。尽管前两个月遭受了损失，但量子基金最终在1987年盈利13%。

在黑色星期一之后，也不可避免地出现了幸灾乐祸的人。有一个匿名消息传到了《伦敦时报》，这个人高兴地说："花了20年时间才让索罗斯成为天才，但只花了4天时间就让他成了笨蛋"。《福布斯》的一条新闻回顾了索罗斯几个星期前《财富》杂志上带来霉运的封面故事。文章嘲讽地说："如果这个富有的、极其自负的、著名的出生于匈牙利的基金经理索罗斯出现在某商业杂志的封面

头条旁边，就赶紧卖你的股票。”量子基金受挫的报告迅速散布到东欧，那里的人们担心这会使索罗斯结束在该地区的慈善事业，索罗斯飞往匈牙利向总理保证他将继续提供资金。但到1987年底，索罗斯没落的谣言被证明结论下得太早。《金融世界》杂志（*Financial World*）将索罗斯列为华尔街收益第二的人。排名第一的不是别人，就是图表分析员、巴顿迷——保罗·都铎·琼斯。

1987年“拉撒路行动”的收获比两年前广场协议的暴利有过之而无不及，这也巩固了索罗斯作为民间投资英雄的地位。但它的影响也更大，因为索罗斯为后来大家熟知的宏观型避险基金做了大量工作，至少是在现代。

> 从1924年直到他去世的1946年，凯恩斯将剑桥国王学院的捐助基金——切斯特基金（The College Chest）在全球市场上投资，虽然当时“对冲基金”这个概念尚不存在，但他运用了许多宏观型资金管理人都认可的方法。他在货币、债券以及股票市场投机，并且是在全球范围内；他做空也做多，利用杠杆效应放大收益。第二次世界大战后，通货膨胀稳定、利率管制以及货币的不流动，使得凯恩斯的宏观投资传统过时了，可笑的是，凯恩斯本人也在布雷顿森林会议中帮助谈判汇率固定。在20世纪70年代布雷顿森林体系瓦解后，宏观投资又开始跃跃欲试，但刚开始只是试探性的。

两类投资者使它得以复苏。迈克尔·斯坦哈特之类的权益类投资者首先意识到利率变化可能推动股市变动，继而他们通过投机债券市场直接下注于利率变动：首先是在美国，后来发展到全球范围。同时，迈克尔·马库斯和布鲁斯·科夫勒这类商品投资者起初交易棉花、黄金等，但当商品市场推出货币和利率合约时，他们开始投资这些工具。然而，在索罗斯的《金融炼金术》出版以前，权益类和商品类的管理一直是独立的。股权投资者是基于以基本面分析为主导的文化，而商品交易员是源于图表和趋势所主导的文化。但是，索罗斯两者兼而有之。《金融炼金术》中讲述的实战将基本分析与趋势分析结合起来，将经济学家的语言与图表分析员的本能结合起来。这样，索罗斯设法与对冲基金的两派人士沟通，提醒他们另一方有可取之处。几年之内，像保罗·都铎·琼斯之类的商品交易员和像斯坦利·德鲁肯米勒之类的权益类投资者都被视为宏观型投资者。

股市崩溃后的几年，黑色星期一这个事件被赋予了一些更深的含义。后来被大家混淆的现代金融工程因此受到责难。工程师们创造了一个不稳定的循环回路：**市场下跌引发基于保险的抛售，从而引起市场进一步下跌和另一轮基于保险的抛售**。加利福尼亚大学伯克利分校经济学教授、组合保险的合作发明者马克·鲁宾斯坦（Mark Rubinstein）沦落到后来被确认得了抑郁症：他担心美国市场的疲软可能会诱使前苏联进攻，使他得对核冲突负责。

金融创新过早地受到指责已经不是第一次了。索罗斯曾认为投资组合保险导致了黑色星期一，但在历史上，市场崩溃周期性地出现，而在投资组合保险少得多的国外市场也经历了大幅下跌。

> 即便是在美国，事后也发现有价值390亿美元的股票在10月19日通过期货和现货市场售出，其中只有大约60亿美元的抛售是由投资组合保险引发的。低技术的市场参与者也同样重要。许多投资者与经纪人有长期订单，如果他们的头寸下跌就抛售，这些守旧的止损政策可能至少和投资组合保险占的一样多。此外，在事情发生之前对崩溃的担心更为普遍，所以这次崩溃也可以从心理上来解释。

《大西洋月刊》（*Atlantic Monthly*）上一篇报道的标题是“1929年的重演”。《华尔街日报》在黑色星期一早上发表了一篇文章，在关于20世纪20年代市场情况的一段上附加了关于最近下跌的一段。最终，金融工具只不过是工具。投资人购买投资组合保险或下止损单，都是因为当时反复无常的市场氛围。

无论投资组合保险起到了什么作用，这次崩溃最大的问题都不是它。华尔街的波动使索罗斯一贯批判的有效市场理论遭到重创。在一个星期内，美国公司的价值直线反弹，这根本和有效无关，也没有任何达到均衡的迹象。“反射理论可以解释这样的泡沫，而有效市场假说却解释不了。”索罗斯后来这样写道，而且他基本上是正确的。有效市场理论在20世纪五六十年代在美国大学校园里蓬勃发展绝不是偶然，那是记忆中最稳定的时期内最稳定的国家中最稳定的地方。而索罗斯经历了大屠杀、战争以及在伦敦的拮据，对生活有不同的看法，在黑色星期一的市场巨变之后，学术界开始倾向于他的看法。这次崩盘从投资方面来说对索罗斯是个耻辱，但在学术方面对他是个认可。

这种学识共识的重塑由三部分组成。有效市场假说一直基于一个不稳定的假设：价格变动符合正态分布，这种分布呈现出大家熟悉的钟形曲线，在中位数或其附近的数字出现频繁，而分布两边的数字则出现较少或根本不出现。

> 早在20世纪60年代初，一个特立独行的名叫伯努瓦·曼德尔布罗（Benoit Mandelbrot）的数学家认为，分布的两边可能会比正态钟形曲线假定的要厚，有效市场理论之父、那时也和曼德尔布罗相识的尤金·法玛做了一些股票价格变化的测试，证实了这个论断。如果价格变动是正态分布，变动大于5个标准偏差的情况应每隔大约7 000年才在日数据中出现一次，但是，它们实际上大约每隔三四年就出现一次。

在做出这一发现后，法玛和他的同事没有声张。曼德尔布罗观点的问题在于太过繁杂，它使得金融经济学的统计工具变得无用，因为非正态分布模型在数学上还未解决。有效市场理论家、商品公司的合作创始人保罗·库特勒抱怨说：

> 曼德尔布罗就像之前的英国首相丘吉尔一样，带给我们的不是美好，而是血汗、辛苦和泪水。如果他是正确的，那几乎所有的统计工具都得作废，包括最小二乘法、频谱分析、好用的极大似然解式、所有我们建立的抽样理论、封闭的分布函数。过去的经济计量工作几乎无一例外地变得毫无意义。

为了避免陷入这种困境，经济学界保持了另一种看法，尤其是正态分布在数学上取得惊人的突破之后。1973年，三位经济学家发明了一种期权定价的全新方法，令人兴奋的新的金融业诞生了，曼德尔布罗的反对意见被忽略。法玛现在认为："正态分布是一个很合理的近似。"1987年的崩溃迫使经济学界重新审视这一说法。

> 根据正态分布，10月19日标准普尔500指数期货合约的跌幅发生的概率只有$1/10^{160}$，而10^{160}意味着1后面有160个零。为了更好地理解这种概率，这意味着即使股市保持开放200亿年——这已经是预期宇宙寿命的最高限，甚至即使是宇宙毁灭20次，每次之后都重新开放20亿年，这种崩溃也不会发生。

在20世纪70年代初，因其看法被忽略而放弃了金融经济学的曼德尔布罗

带着复仇的心理开始重新研究这个主题。他的“混沌理论”的思想与索罗斯的想法如出一辙，他强调因为复杂的反射循环，小信息可能引起大的价格波动，这个理论得到了许多基金经理的追捧。

黑色星期一除了对金融经济学家思想的统计基础发起了挑战，也迫使他们重新考虑基本原理的假设前提。有效市场理论假设投资者总是可以采取行动，如果他们知道 IBM 的价值是每股 90 美元，而不是现行的 100 美元的价格，他们就会做空，直到其交易的影响力将价格降低 10 美元。这种忽略制度性摩擦的假设涉及到许多其他假设：你得假定聪明的投机者找到足够的 IBM 股票来借入并卖空，而且在实际生活中你必须掩盖并不能确定 IBM 公司的股票价值是 90 美元的事实。投机总是和风险有关，而且只有投机者能够承担风险，未必能够指望他们将价格带到有效水平。

1987 年股市崩盘前，这些狡辩似乎都无关紧要。可以肯定的是，大部分普通投资者可能缺乏采取行动所需的手段和信心，但有效市场理论将希望寄托在少数人身上，只需要极少数拥有信息和资金的投资者利用错误定价并加以纠正。然而，黑色星期一却表明，经验丰富的投资者也不是总能成功地纠正错误定价。

> 在市场崩溃的混乱时期，经纪人的电话被恐慌的卖家打爆，他们很难打通电话并下订单；所有杠杆型投资者都担心他的信用额度会被取消，有效市场模型中简单的任意借款的假定事实上却是不确定的；而且，最重要的是，抛售的巨大影响力使得逆向操作风险太大。当全全世界所有人都在抛售，不管你多么强烈地认为价格已经下跌太多，也都不重要了，此时买进是不可思议的。

至少，有效市场假说似乎并不适用于危机。但这种崩溃也提出了一个更深层次的问题：如果市场是有效的，为什么股市泡沫会膨胀？同样，答案似乎还是部分在于投机者所面临的制度性障碍。在 1987 年夏天，投资者可以清楚地看到股价和企业收入之比比历史上任何时候都高，但如果市场非要这样定价，就需要资金对其进行打压。对冲基金经理人比任何人都清楚借入股票卖空并不容易，而知道怎么操作的少数几个人资金又有限。由于这些制度性现实，高估可能会持续。明智的投机者会将价格推至有效水平的有效市场假说至少可以说是言过其实。

1987年后，对有效市场理论的第三轮攻击与索罗斯对它的不满也许是最接近的。这种攻击是关于经济学模型中心的主角，也就是被称为“经济人”的绝对理性人。**当投资者将美国公司的估价在一天之内变动25%时，一些非理性的分析就会出现，人就不再是完全理性的。**经济学家突然开始听取这样的想法也许可以解释分歧的程度。1988年，芝加哥大学的理查德·塞勒（Richard Thaler）开始在《经济展望期刊》(*Journal of Economic Perspectives*）发表一些常见特征，举出人的选择违反经济学理性预期的实例。对于在伦敦做学生时就沉迷于认知局限性的索罗斯来说，这是另一个认可。

从某些方面来说，对有效市场理论在统计、体制和心理三个方面的攻击也是对对冲基金业的一种认可。它有助于解释为什么迈克尔·斯坦哈特的大宗交易和海默·威玛的商品交易可以如此成功，它也表明市场实践者往往走在学术理论家前面。认识到市场不完全有效引发了金融学教授创立自己的对冲基金的浪潮，也使得老练的人将他们的资金进行投资，又带来了1987年后该行业的长足增长。但是这种观念的革新也有一个不好的方面。如果市场并非总是有效、理性，对社会的影响也可能有害：先繁荣后萧条的规律会扭曲和破坏经济稳定，从而损害普通工人和家庭。如果市场是恶魔，那交易活跃的对冲基金是不是比市场更疯狂的恶魔呢？尽管有些夸张，但这种怀疑在对冲基金进入快速扩展的黄金时期时反复困扰着它们。



第5章

这只“大老虎”比任何人都懂股票

1984年春末，哥伦比亚商学院举办了一场金融巨头之间的辩论会。它邀请金融学术界的泰斗之一迈克尔·詹森（Michael Jensen）作为正方，来解释有效市场观点的正确性，并邀请巴菲特作为反方和他对垒。知道自己面对的观众都是专业投资者，詹森勇敢地讲述了随机漫步理论。如果选股者还存在，那只是因为糊涂的外行对于如何投资有一种“心理需求”，答案即使毫无价值也无所谓。詹森向他的听众肯定地说，少数几个貌似否定了随机漫步假设的基金经理只不过是幸运。没错，一些人连续五年战胜市场。但如果你让100万人掷硬币，有些人会连续5次抛出正面。掷硬币没什么技巧，投资也是一样。

接下来巴菲特进行了反驳，这个反驳可以作为对冲基金的宣言。他开始假装对詹森的说法表示同意，请听众想象一个全国性的掷硬币比赛的场面。

> 在比赛的开始，每个人都会掷硬币，那些掷出反面的人将被淘汰出局。10个回合后，还有220 000人留下，由于人的本性使然，幸存者将开始变得有点骄傲自满。在聚会上他们会不经意地告诉有吸引力的异性他们的秘诀是什么，以及他们对投掷的独到见解。20个回合后，剩余的215名选手将开始变得难以忍受地自高自大，出版一些关于掷硬币的艺术和科学的愚不可及的书。但是有些商学院的教授会指出，如果22 500万只猩猩掷硬币，结果也会是一样，也会有215只猩猩连续投出20次正面而胜出。

为了反驳詹森的说法，巴菲特开始寻找其中的漏洞。如果胜出的215只猩猩在全国范围内随机分布，他们的成功可以用运气解释。但是，如果215只胜出的猩猩中有40只来自同一个动物园，这个掷硬币的现象会不会有别的解释？巴菲特说，统计上看似随机的现象在考虑其分布后可能完全不同。如果你发现一种罕见的癌症在一个特定的村庄很普遍，你不会把它归因于机会，你会分析水。

巴菲特接着说明选股的成功并不是随机分布的。相反，表现卓越的那些人来自一些特定的“村”，这个“村”不是由地理位置界定，而是由他们的投资方法界定。

> 为了证明他的观点，巴菲特列出9个进行传统的价值型投资的基金经理的记录，从本杰明·格雷厄姆——巴菲特的导师开始。其中三人曾于20世纪50年代中期在格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman Corporation）工作，而其他人受巴菲特和他的同伴的影响改用格雷厄姆的方式。巴菲特宣称他举的例子并未经过刻意挑选，他报告的是所有格雷厄姆-纽曼公司有记录的以前同事的结果，而且他手上的所有资金管理人都用价值型投资法。在没有模仿其他人的股票选择的情况下，沿用本杰明·格雷厄姆方法的人无一例外地都战胜了市场。难道这只是简单的运气？

巴菲特的观点总体是毋庸置疑的。如果仅从投资业绩的数据方面来看投资经理，那些成功就是运气，可以忽略不计——就像连续投出10次正面的人一样。但是，如果从属于某种特定的智力“村”或投资风格来理解投资管理，他们的成功可能就不是随机的。对冲基金的故事就以几个高业绩群为特征，其中最有名的是由蓬勃发展的北卡罗来纳州的一个本地人所创，他的名字叫朱利安·罗伯逊。

市场上的大师有时会深居简出。他们不用奉承和宽容之类的行为来搞活人际关系。他们只讲事实——你赚到了钱或者你没有赚到，社交技能不会改变你投资组合的盈亏。有一天，一名对冲基金经理到传奇的大交易者路易士·培根的办公室去拜访他，发现培根就像躲在屏风后面的巫师奥兹一样。培根后来买了一个私人小岛，但似乎对他没有什么作用了：他已经够孤立了。

罗伯逊有一个不同的传统。他有着南方人的和蔼，纽约人一样的交际方式，他的情绪根本不稳定，有着令人震惊的波动；他身材高大，像运动员一样健壮；他充满自信，是男人中的男人，骑士中的骑士；他聘用和自己一样健壮的人。要在罗伯逊的老虎基金有所发展，你需要这样的体质，否则你在老虎基金的度假活动中会感到很痛苦，难以适应。他们的活动包括在爱达荷州的锯齿山举行垂直攀登和拓展训练比赛。

> 公司的员工会乘坐罗伯逊的私人飞机从公司向西飞到一个山顶上，他们将分成若干小组，每个小组配备一些电线杆大小的木头，一些绳子和两个桨。然后，他们举着设备到附近的一个湖泊，用绳子把木头绑在一起，冲向一个浮标，开始划筏子比赛。由于木头会滚动，并非所有的队员都能在筏子上坐稳，因此有一些人会掉进冰冷的水中。即使在这些冒险假期之外的时间里，老虎基金的员工依然精力旺盛。该公司聘有一个私人教练，如果有分析师锻炼时偷懒，教练员会走过来对他说："你是不是在15分钟后有应酬？你有时间在你应酬之前跑两英里，然后冲个澡吗？"

像索罗斯和斯坦哈特一样，罗伯逊创立基金也是受了琼斯的启发。他20世纪70年代在基德-皮博迪公司（Kidder Peabody）工作时，结交了琼斯的女婿鲍勃·伯奇（Bob Burch），两人时常会请老太爷琼斯吃午饭，罗伯逊会考考琼斯自己的合伙公司的机制。他还和一个叫亚历克斯·波特（Alex Porter）的南方人走得很近。波特20世纪60年代搬到纽约，在罗伯逊的公寓里和他睡过上下铺，后来成了琼斯的部门经理。罗伯逊的妹妹是《财富》杂志的记者，曾报道过琼斯模式的基金，通过妹妹他认识了《财富》杂志撰稿人卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis），这个人最先解释了对冲投资结构。罗伯逊创办老虎基金几年后，鲍勃·伯奇委托500万美元给他管理，这是当时琼斯所剩下的钱的五分之一。事实证明那是一个明智的决定。

罗伯逊于1980年创办老虎基金，当时他48岁，已经不年轻了。第一个冬天，他小小的办公室里的供热系统坏了，他得了感冒，嗓子哑了，他只能哑着嗓子发出买卖指令。他有个名叫索普·麦肯齐（Thorpe MacKenzie）的什么都不管的合作伙伴，不过大家都知道是谁在控制局面，麦肯齐后来回忆说："当我们意见

不一致的时候，我让步。”罗伯逊通过对老虎基金的掌控，对买卖严格把关，而不是委托给他下属的部门管理人员，但在大多数其他方面，他都基本沿用了琼斯的模式。[①] 他选择股票，做空做多，对冲出一部分市场风险。他否认对市场的整体走势的评论“没有意义”，并向他的客户保证他会通过股票选择成功。随着基金的增长，罗伯逊开始在国际范围内选择股票，而不仅局限于美国；他投资于商品、货币和债券市场，对原来琼斯的方法进行了宏观投资分离管理。他有时用期货或期权对市场风险进行套期保值，这对琼斯来说是不可能的，但他强调指出，这些投机性工具都被用于保守的目的，这和琼斯的话如出一辙。

从 1980 年 5 月成立到 1998 年 8 月的鼎盛时期，老虎基金在扣除费用后平均每年获得了 31.7% 的收益，大大高于标准普尔 500 指数 12.7% 的年回报率，这个时期的选股成功对有效市场假说是个侮辱。琼斯在早些时期取得成功可以理解，当时官方信托银行里的竞争对手是由委员会做出投资决策；迈克尔·斯坦哈特因为与大额交易员的关系亲近能够赚钱也可以理解，定量分析员和趋势追随者走在了他们的竞争对手前面；甚至也许是自学成才的预言家索罗斯能感觉到市场转折点的来临。但罗伯逊没有发现市场体制上的弱点、某种奇特的定量策略或某种哲学观点。

> 他在给老虎基金在东京的业务主管罗伯特·卡尔（Robert Karr）的信中总结了他的投资方法，平淡无奇的话语中隐藏着他的成功秘诀：老虎基金管理人应该积极管理投资组合，去除好的公司给更好的公司腾地方；他应该避免在一个赌局上下注超过资本的 5%；他应该熬过逆境，直到好运重新降临。

简单的事实就是，这个操盘手和他——一开始很少，以后也许会很多——的助手们只是分析公司、货币以及商品，然后对其前景下注。而这正是相信有效市场理论的人认为不可能的事。

解释这种不正常现象的努力大多未能如愿。像琼斯的基金一样，老虎基金

① 罗伯逊貌似放权，但并没有实际权力。前任分析师德怀特·安德森（Dwight Anderson）公开说出他以前的同事私下证实的话：“每个人在老虎基金的人真的只是一个分析师，朱利安是唯一的投资组合经理。每个分析师有一个名义上的盈亏在其名下，但那只是代表了朱利安允许买入的投资组合的投资理念。”——作者注

无疑也是在一个有利的时间推出——在一个股票牛市的开始。

401（k）退休计划是在1981年发明的，就在罗伯逊开业之后一年；到老虎基金关门的时候，401（k）计划已经非常普遍，其持有人将75%的资产配置在股票上。在此期间很长一段时间里，市场在企业兼并和收购的支撑下直线上升。例如，在1981年—1988年间，大约1 550家美国公司因为股票集中在少数人手中而变成私营公司，每笔交易都使得剩余的公众股票更稀少、更珍贵。这对股权投资者来说是个好时机。

罗伯逊当然很好地利用了这个时机。他本能地顺应兼并热潮，作为选股人，他的目标就是通过研究公司公布的价格来找出真正的内在价值，这就使他常常购买那些对收购者也有吸引力的股票。

1985年，老虎基金以每股9美元的价格买了帝国航空公司（Empire Airlines）的股票，后来以每股15美元的价格卖给收购公司。它以每股12.50美元的价格购买了一个航空零部件的分销商艾维拉航空服务公司（Aviall）的股票，后来以25美元的价格转手。那年年底，老虎基金在扣除费用后获得了51.4%的惊人回报率，罗伯逊警告性地将这个消息告诉了他的投资者。他在给他们的信中建议："直截了当地说，如果你不打算买翡翠或者钻石，那就不要把这封信给你的妻子看。"

然而，认为罗伯逊创造这样的收益完全是因为牛市的看法是错误的。由于其投资组合中的空头，他的基金的组织结构使他的增长速度赶不上市场，但他几乎总是能战胜市场。老虎基金以前的职员暗示他是通过偏重小型企业来实现这一点的。根据这一理论，像美国联合航空公司这种大企业的市场价格很可能是有效的，因为华尔街分析师仔细研究过其账目，而对较小的公司则没有仔细审查。不错，老虎基金的确找出了一些懒散的投资者错过的小企业，但它也从大公司身上赚钱，其中值得注意的也包括美国联合航空公司。但是对于靠偏重小型股获利的理论更有力的反对理由是它的逻辑值得商榷。事实上，对小型股票的分析不足并不等于我们可以从它们身上轻易地获利。当然，大多数投资者可能从来没有听说过某地方性的零售商或地方性银行，但他们不是那些持有股票的人，当老虎基金购买这些公司的股票时，他是在从那些本身拥有足够信息

去买股票，也拥有足够信息让他决定卖出的人手中买入股票的。

老虎基金挑选股票成功的部分原因确实是因为可以随意做空，而多数基金经理是不能随意做空的。在20世纪70年代初期，几乎所有琼斯风格的对冲基金都被淘汰，所以做空的人之间的竞争并不激烈。更有利于罗伯逊的是，华尔街的分析师都生性乐观。据估计，在20世纪80年代初，主要公司的经纪人建议买进和卖出的比例是10:1。因为担心影响自己和被分析公司之间的关系，没有分析师愿意把卖出建议明确写出来，尤其是因为在他公司的投资银行家想要从那些公司拿咨询费。因此，罗伯逊便打电话给分析师，甜言蜜语地诱使他们泄露做空的最佳选择，罗伯逊会好言相劝：“我知道你们都把这些公司当做自己的孩子，不过只要告诉我哪个是你最不喜欢的就好。”

罗伯逊是个敏感的怀疑论者，所以卖空对他很合适。在1983年7月给投资者的一封信中，他抱怨乐观情绪过度滋长：“媒体、公众以及分析师，几乎每个人都如此看好，可以称之为‘牛气冲天’，在这种情况下，最好的办法可能就是退隐江湖，养精蓄锐。”当市场走势转弱，罗伯逊的怀疑就得到了回报。

以1984年为例，标准普尔500指数仅上升了6.3%，而老虎基金的收益率达到20.2%，超过一半的收益来自他的空头投资。第二年，投资组合经理——帕特里克·达夫（Patrick Duff）开始怀疑一家名为布莱姆汽车旅馆（Prime Motor Inn）的连锁酒店对报表做了手脚。达夫并没有采取任何行动，因为他当时在运作一只传统的退休基金。但是当他于1989年加入老虎基金后，他说服罗伯逊做空这家公司。一年之内，布莱姆汽车旅馆的股票从28美元降到1美元，这充分展示了做空可能带来多么高的盈利。罗伯逊拥有传统基金所缺乏的武器，他曾经对他的合伙人说：“就我和胆小鬼而已。”

但是老虎基金对有效市场假设的挑战还不能完全由卖空来解释。在大多数年份，罗伯逊即使没有做空部分的利润也能打败市场，这意味着他在一个理论上认为不可能的方面具有优势，那就是传统的股票买入。而且，和巴菲特的纪录一样，罗伯逊的纪录不是一个孤立的现象。正如巴菲特是投资“村”的一部分一样，罗伯逊也是个领头人，而这里的“村”指的是那群受过本杰明·格雷厄

姆的价值型投资方式培养的投资业绩超群的人。

> 2008年的一项统计表明，36名老虎基金公司的前员工设立了基金，总共管理了1 000亿美元的资金；而罗伯逊在2000年将公司改组后给29只基金提供了创业资本。罗伯逊的追随者们干得不错：书后附录中给出的老虎基金员工的基金业绩调查表明，他们不仅战胜了市场，也强于其他对冲基金。而且，该调查涵盖了2000—2008年，在此期间做空做多股票的方法被广泛使用，从而使得20世纪80年代轻易从做空获取利润的情况不复存在。

如果罗伯逊的成就能够自圆其说，他就有可能被当做幸运的抛硬币的人而被忽略。但是，老虎基金无数分支的成功否定了这种观点。无论罗伯逊的投资优势从哪来，它都是有利可图的，并且是可转移的。

罗伯逊成功的真正原因要从琼斯开创的激励法的升级版本讲起。琼斯依据绩效来支付薪酬的方式给资金管理领域带来了变革，他建立了激励机制，依据部门经理的收益按比例来奖励他们，让外部的分析家给他带来好的想法，通过跟踪他们创造的利润来分配相应的佣金。同样的，罗伯逊也激励其雇员的积极性，但他用的方式不同，他的方式不仅仅跟钱有关。

罗伯逊有办法让你想取悦于他。他用他那卡罗来纳州的魅力、奉承和夸张的腔调对人不停地扫射，直到他们被哄的像昏昏欲睡的小猫一样。“厉害阿，鲍勃，”他可能对一个年轻的下属这样说话，“我发现我如果离了你的有力支持我就完全没用啊。”但是，沉浸在被罗伯逊关注的喜悦的同时也要知道他的情绪可能会变化。他可能会说：“为什么啊，你这个小锡人独裁者。”但他的声音也可能是冷冰冰的：“你这个拉丁美洲的独裁者。”

> 每个星期五，罗伯逊会把他的副手们召集起来围着长桌开会，听取他们汇报一周的工作业绩，很夸张地评价他们的成绩。他可能会在听了一个刚二十出头的毛头小伙分析师对一只股票的发言后这样惊呼：“这是我见过的最好的想法啊！”而这个年轻人在剩下的会议中自然是内心欢呼、飘飘欲仙、自我膨胀。“这是我听过的最愚蠢的想法！”罗

伯逊有时也可能会这么说，在这种情况下，就是华尔街身材魁梧、业绩最好的分析师也会哆哆嗦嗦，让人可怜。[1]

在老虎基金工作不只是一份工作，倒像是参加了一个特种兵方队。你的指挥官把你塑造得比之前更大、更闪亮、更坚强，他让你相信你能年复一年地战胜市场，因为你是这个比任何对手都想在前面、也做在前面的队伍中的一员。在老虎基金开创的前12年左右，这个指挥官就在他手下的年轻人身边的一张办公桌上公开地办公。他的闲谈和他在电话里的大喊大叫，这些年轻人耳濡目染，并从他丰富的人际网中获取信息。

罗伯逊有两名助理负责操作一对巨大的差不多货车车轮大小的台式旋转架。如果有一个分析师给罗伯逊建议要投资某个公司，罗伯逊会很快咨询三个在那个公司里工作过的老朋友的想法。比如分析师可能说：“我认为是做空波音公司的时候了。”罗伯逊则可能回答：“我认识那个曾经管理波音公司国际市场营销的人。”然后，助手们就会从台式旋转架上找到前任首席营销官的联系方式联系上这个人，罗伯逊会让那个二十出头的分析师通过电话的扬声器来为自己的建议辩护。

对于一个在这种环境下尽情发挥聪明才智的年轻人来说，天空才是极限。只要你做得很好，你就会引起老板的注意。他会叫你“大老虎”，并把你带到他的好朋友面前炫耀。

罗伯逊介绍过一位年轻的分析师给芝加哥公牛队的老板杰里·雷恩斯多夫（Jerry Reinsdorf），他说：“这个人是我的迈克尔·乔丹。”他将一位喜欢高尔夫的得力干将介绍给杰克·尼克劳斯（Jack Nicklaus）和伊利·卡拉韦（Ely Callaway）。他将一个重要的雇员带到白宫拜访克林顿：“比尔，这是娄。他可以做到任何事，让人难以置信。”

然而，对于罗伯逊来说，风险总是和回报一样大。在将其介绍给克林顿18个月后，那个叫娄的人被解雇了。他在很短的时间内从白宫沦落到地狱，就像

① 一个老虎基金的前雇员回忆说：“罗伯逊有一点：他很公平。如果他以为你没有做工作，或者你的分析有缺陷，他会非常恼火，非常具有对抗性。不过公平的是，如果他认为你做了出色的工作或正在产生特殊的成果，他会极度地公开表扬你。你就是他中意的雇员。”罗伯逊的这个征求别人想法的习惯，是最好的也可能是最坏的，几位前老虎基金分析员都描述过。——作者注

他跟同事所说的那样。

罗伯逊纯粹靠人格魅力吸引投资者。他遇见了歌手保罗·西蒙（Paul Simon），基于双方对棒球的爱好，他就说服了西蒙在老虎基金投资。作家托马斯·沃尔夫（Thomas Wolfe.）也是老虎基金的投资者，并且罗伯逊也知道如何利用这些明星吸引别人。

> 1986年，他准备雇用高盛一位名叫迈克尔·比尔斯（Michael Bills）的分析师，而根本不理会高盛的高层已经向这位年轻人保证他在高盛会有光明的前途。罗伯逊给了比尔斯非常优厚的待遇，他拉拢了金融家、慈善家、历史爱好者卢·莱尔曼（Lew Lehrman），卢·莱尔曼曾在1982年穿着标志性的红色吊带裤竞选纽约州州长。莱尔曼一本正经地告诉他，根据他长期以来的经验，他从来没有遇到一个可以和朱利安·罗伯逊相媲美的投资者，一个都没有。然后，罗伯逊亮出了他的王牌：让托马斯·沃尔夫打电话给比尔斯谈谈这位年轻人的父亲。比尔斯的父亲曾是军事飞行员，没有什么礼物比沃尔夫的书——《太空英雄》（*The Right Stuff*）更好地向军事飞行员表示敬意了。很快沃尔夫和比尔斯开始分享他们对于飞行、荣誉和勇气的深厚感情。20分钟的电话结束后，高盛损失了一位干将，比尔斯和老虎基金签了约。

老虎基金的投资者名册里有很多工业及金融界的领导，罗伯逊从来都是毫不犹豫地拜访他们寻求见解。在写给他的合伙人的信中他经常鼓励他们说出自己的想法："尤其是女士们，她们的直觉很灵。"在20世纪80年代初，老虎基金投在顾问公司（Mentor）股票上的资金增长了两倍，而这只股票就是一名投资者推荐的。在20世纪90年代初，老虎基金的最佳选股包括通用仪器公司和公平人寿保险公司（Equitable Life Insurance），这两次都是老虎基金和这些企业有关联的朋友鼓励罗伯逊购买的。大约在同一时间，罗伯逊开始购买花旗银行的股票，主要是因为银行似乎准备在清理完其在房地产的损失后强力恢复，这也是因为一个朋友愿意为花旗集团的首席执行官约翰·里德（John Reid）担保。罗伯逊并未从事内幕交易，他的朋友都只是提供宽泛的指导，而不是关于即将公布的收益这种可能对股市产生直接影响的秘密。但他有意识地经营自己的关系网络，并巧妙地加以运用。

对于那些近距离见识过罗伯逊鼎盛时期的人来说，他的才华是勿庸置疑的。他可以以一个老虎基金分析师的身份与公司高管会谈，展示出自己对公司的细节了如指掌，使对方目瞪口呆；他可以听一个他一无所知的公司的介绍，然后立即找出站不住脚的细节；他可能和公司高管玩高尔夫球，看到这名男子将落在深草区的球轻轻推到一个更好的位置，然后写个便条提醒自己绝不购买这家公司的股票。著名的卖空大师、20世纪80年代为三位对冲基金巨头罗伯逊、索罗斯和斯坦哈特操盘的吉姆·查诺斯认为这几个人里最理智的人就是罗伯逊。查诺斯回忆说：“如果我不得不把自己的钱给他们中的一个打理，我会交给罗伯逊，我知道他比任何人都懂股票。”

罗伯逊能发掘千里马的能力构成了他明显的优势。但是，这种优势很难界定，对罗伯逊的了解比对查诺斯的了解少的人如果不知道怎么定义是无可厚非的。1986年5月的《机构投资者》中的一篇文章以《朱利安·罗伯逊的红火世界》为题，并描述了标题所宣称的情况，但描述得并不到位。作者声称：“这并不是说罗伯逊做的和其他基金经理非常不同，只是他做得实在很好。”与此同时，罗伯逊判定管理人员的所谓诀窍有时并不奏效：仅仅因为它的老板在打高尔夫球时作弊就否定这家公司缺乏科学依据。尽管罗伯逊的做法既不正式也非独创，但是，他对的时候比错的时候多，而这就是资金管理成功的定义。没有什么系统、人类或电脑总是正确的。建立当前最先进的量化系统的数学家如果10次中有6次正确地预测了市场，他们就很高兴了。

10局6胜的法则同样适用于老虎基金投资风格的另一个特点：重长期。华尔街分析师给客户的观点一般都是基于未来12~18个月的看法，对冲基金有因为注重短期成功的，也有因为注重长期成功的，罗伯逊是坚定地站在长期阵营的。他的理想投资——用罗伯逊的话说，是非常好的投资——是那些在3年内很可能能够翻倍的股票。如果罗伯逊认为他已经发现了这样的投资，他愿意守着，咬紧牙关熬过困难时期，直到市场和他的分析吻合。

> 1983年，罗伯逊断定油价将下降，所以他在石油和石油服务类股票上大量做空。有一段时间亏了，但这个决策是正确的：3年来，原油股票价值缩水了一半。1984年，罗伯逊做空非专利药品制造商，认

为非品牌的产品不可能持久盈利。同样，刚开始也是亏损的，但罗伯逊坚信自己的判断。两年后，他庆祝了苏黎世研究实验室（Zenith labs）的崩溃，这家公司的股票在一个季度内下挫了45%。

就像对人物的判断一样，坚韧不拔的品质也不是每次都能带来回报的优势。当它确实带来回报的时候，有时运气是其中的关键。1987年，一位年轻的名为约翰·格里芬（John Griffin）的助手说服罗伯逊做空一家小型的器械制造商，其产地在中国。该公司随即在圣诞期间销售量大增，股价从20美元涨到25美元。格里芬和罗伯逊坚持他们的信念，但还是没什么好消息，这家公司的股票到春天时涨到了35美元。格里芬在1988年离开公司去了斯坦福商学院，但他请求他的上司对这个投资保持信心：结果会好的！他深信这一点！罗伯逊仍然按照格里芬的想法办了，尽管当时股价已经翻了一番，到了40美元，这意味着老虎基金在这项投资上的亏损率已经达到100%。在斯坦福大学的一天，格里芬收到了他上司的一份传真，纸上没有文字，只有一个数字："50！"

几个月过去了，然后到了1989年4月，在中国有工厂的美国公司的股票急剧下跌，老虎基金做空的那家也不例外。

格里芬兴奋地跑到一个公用电话那里。他的努力终于得到了回报！他欣喜地告诉他的老板："朱利安，我告诉过你肯定行的！你守住了这只股票！你相信了我！它奏效了！我知道肯定可以的！"

如果这个故事说明了坚韧不拔的品质在缺乏十足的运气的时候可能怎样伤害罗伯逊的话，它同时也显示了他的天赋。经营自己的数十亿美元对冲基金的年轻的、艺高胆大的格里芬离开老虎基金去上商学院，但从心理上，他根本没有离开，他仍然在电话里和他的上司交流，期待着咸鱼翻身。即使是25年后，债券市场依然很激烈，在2007年的一次讲话中，格里芬讲述了罗伯逊一直照顾他、对他的决定做出评判的深远意义：

> 所有的基金经理都希望他们的肩上有只小小鸟常常悄悄地告诉他们正确的市场走向。是的，我的小小鸟有浓重的南方口音，而且是个秃头。有时候，我听到他说："伙计，不要这样做。"

在罗伯逊的指导下，像格里芬之类的年轻人的调研工作可能比在其他地方更加辛苦，在互联网普及之前，调研工作起了很大作用。那时，那些使数据轻

易可得的网站、搜索引擎和彭博终端都尚未问世，因此如果一个老虎基金的分析师想知道福特的销售情况怎么样，他就得坐在电话旁边，直到他给福特的顾客、竞争对手、供应商、汽车经销商、配件制造商以及底特律的竞争对手都打过电话，实际上就是给任何可能提供有用观点的人打电话。

> 一位打算投资雅芳产品公司的分析师通过自己做雅芳产品销售代表的经历建立了自己的优势。另一位分析师考虑做空一个韩国汽车制造商，据说该公司的汽车引擎故障，于是他买了两辆它的汽车，并聘请一名机械师进行测试。在1995年初墨西哥债务危机时，大多数纽约投资者担心美国银行可能会受到打击，但是老虎基金的分析师飞到墨西哥，发现花旗并没有受影响，而且因为他们自己的银行被削弱，墨西哥人现在都希望和花旗做生意。随着恐慌的纽约投资者将花旗的股票价格压低，老虎基金低价大量买进。

罗伯逊合群的性格使他和其他对冲基金巨头不一样，而正是这个性格给了他优势，**使他可以展开一场普通老百姓和他的特种兵部队之间的比赛，这种竞争就是特殊的他和一群普通人之间的竞争。**

随着赚钱的机会由20世纪80年代的收购让位给90年代的全球化，罗伯逊也走向全球。与乔治·索罗斯不一样，他不是一个天生的以四海为家的人，但旅行适合他那种浪漫剑客的风格，于是他频繁地旅行。他飞到中国香港，在那里参观了收购大亨特迪·福斯特曼（Teddy Forstmann）的公司。他快速地考察了欧洲，在这期间他给朋友写信说在巴黎的美国大使馆是"非常非常适宜居住的"。他抱怨巴西的海滩上女士相对男士的比例太小，却惊叹圣保罗商界领袖的圆滑。所到之处，罗伯逊结交新朋友，寻找新乐子。他会到一个城市，悠闲地参加最初的几个会见，他的主人被他的人格魅力所征服，于是非常乐意安排他和自己所认识的最重要的人见面。

罗伯逊的旅行行程是由一个"营地辅导员"来帮他安排的，通常这个顾问是约翰·格里芬。约翰是个聪明的、不知疲倦的三项铁人运动员，他是罗伯逊的理想助手。这两人到世界各地考察公司，之后他们会一起打场高强度的网球，然后仔细考察另外一批公司。

一次在苏黎世瑞士联合银行的午餐上，格里芬狼吞虎咽的吃了一大块巧克力甜点和一块蛋糕后，罗伯逊和他的这位助手匆匆赶回酒店去取租的车。据他后来给投资者的报告中说，这两个人“把车上的音乐开得震天响，直奔奥地利，中间只在利希滕斯坦做了短暂停留。而他们的目的只有一个——滑雪”。

1989年11月上旬，格里芬在斯坦福商学院上学的时候，他在自己的房间里装的传真机输出一条他的上司发来的消息：“伙计，柏林墙很快要推倒了，这会是个很重大的事件。”几天后，这个墙果然倒了，两天之后，老虎基金开始大量买入德国证券。罗伯逊对德国几乎一无所知，但格里芬在伦敦做暑假工作时研究过德国市场，而罗伯逊不打算因为没有经验就放弃这样一个历史性的机遇。

老虎基金买了德意志银行的股票，这家银行肯定可以从一个统一繁荣的市场赚钱；买了费巴集团（Veba）的股票，这是一家大型的能源公司，在东西德边境沿线都有工厂，可以抓住新兴的东部市场；买了费尔顿及吉约姆公司（Felton & Guillaume）的股票，这家公司生产电线，将电力带入新的地区。果然，德国股市急速上涨，老虎基金在费尔顿及吉约姆公司的投资很快翻了一倍。

第二年夏天，罗伯逊和格里芬去了德国。他们去了东柏林，发现那里没有人听说过对冲基金，也没人知道朱利安·罗伯逊。他们还发现，德国和罗伯逊想象的大不一样。他第一次去拜访某个公司，在等候室坐着的时候，罗伯逊用手指碰了碰桌子，结果发现手指上沾满了灰尘，变黑了，他说：“这些人还有很长的路要走。”他对这家公司有点将信将疑，在会议过程中，罗伯逊提出华尔街的问题，公司方面尽力和蔼可亲，而罗伯逊一直在努力弄清楚他所看到的数字和那些人说出的数字之间的差距。按照美国的标准，相对于这些公司和他们所拥有的资产来说，德国的股票便宜得不可思议。如果德国人能像美国的经理人一样管理这些资产，他们会为股东赚取丰厚的回报；如果现任经理人过于懒散，没有这样做，华尔街式的并购浪潮是不是可以很快解决这个问题？但罗伯逊在德国参观得越多，就越没了热情。他坐在经理的办公室，问他公司的股本回报率，但经理人关心他们的销售比关心利润多，他们代表的是公司雇员的利益，而不是公司股东的利益。例如，在一家名为拜耳股份（Bayer）的化学公司，公

司高层管理人员请罗伯逊享用了一顿丰盛的午餐。

罗伯逊说："如果可以这样子吃的话，当高级主管可真不错。"但他没有提他其实希望公司省点钱。

"哦，不！"东道主回答说，"我们给所有员工都提供这样的午餐。"

"我的天！这里的飞机飞得那么近。"罗伯逊望着窗外说。

"是的，这是公司的飞行俱乐部，"有人回答道，"任何人都可以参加培训以取得飞行执照，只要他想。"

午餐结束后，罗伯逊对格里芬说了他的看法："这些人根本没明白我的意思。"德国经理人不应该不关心股本回报率。到 1994 年，罗伯逊结束了他在德国的考察。他认为这个国家的产业，不过就是个"巨大的低效率的载体"。

罗伯逊在德国的经历——他从看好到不友好的看跌的过渡——对老虎基金是个警告。因为全方位的扩展业务，该基金在基本不了解的领域摸索前进。业务扩展创造了新的机会，也包括犯错误的机会，以及或许有一天大笔亏损的机会。

1990 年底，另一家杂志对罗伯逊做了描述。文章开篇貌似要揭开某个秘密："朱利安·罗伯逊的公开声明……寥寥无几。可以在美国证券交易委员会的备案里或者金融报刊的某个段落里看到一些，但名气没有眷顾到朱利安·罗伯逊。他有财富，但没有名气。"当然，这些说法都自相抵消，因为吸引别人注意力的最好办法就是保持神秘感，尤其是当文章宣布罗伯逊的业绩纪录的时候。富人手中的钱开始大量涌入老虎基金，从基金来的钱也越来越多。**这篇文章发表的第二年，老虎基金成为第三只管理资金超过 10 亿美元的对冲基金。**

在整个 20 世纪 80 年代，罗伯逊都表示小打小闹不错，因为这让他相对于大规模的不灵活的竞争对手来说有着显著优势。但在 20 世纪 90 年代，他开始豁出去了：更多的工作人员，更大的办公室，更长的优秀投资者名单，这些似乎都太有吸引力。在资产积累的竞争中，罗伯逊具有很强的竞争力。他在索罗斯和斯坦哈特之后越过 10 亿美元这个里程碑，到 1993 年底，他运营的资金有 70 亿美元，比斯坦哈特都多，仅比索罗斯少一点点。但名列第二还不够好，罗

伯逊嫉妒索罗斯总是能成为公众焦点的能力。老虎基金公布业绩优于量子基金已经是多年以后了，罗伯逊醉心于和索罗斯的比较，以至于他可以清楚地记得他的胜利，但不知何故，索罗斯总是那个得到最多关注也掌管最多资金的人。

然而，罗伯逊的强力扩张也带来了风险，这迫使他通过超出核心优势范围的投资分散风险：在美国股市，维持价值数十亿美元的基金的机会太少了。特别是小盘股，完全超出了范围：分析师可能找出有前途的小公司，认为它的价值3年内能翻一番，但如果只有价值2 000万美元的股票可供购买，就几乎不值得费那个劲。罗伯逊进入外国资本市场所付出的代价就是这个问题的一种反映。但在进入外国市场时，罗伯逊是赌他在美国所用的本能在不同的文化背景下也会起作用。德国的经验表明，考虑到德国公司对利润的漠不关心，那些用美国标准看来好像价值被低估的公司实际上可能是公允的。与此同时，罗伯逊在日本也遇到了和德国同样的问题。

基于这种无懈可击的逻辑，老虎基金做空了日本银行股：大银行管理不善；它们以和存款利率差不多的利率放出贷款，利润几乎可以忽略不计；它们充满了不良贷款，但市盈率非常高。罗伯逊在1992年向他的投资者保证：东京这种奇怪的估价给了老虎基金很好的机会。但是3年后，罗伯逊在日本的分析师被迫写了一个便条，问他银行股为什么还没有崩溃。他坦率地承认："我不知道这个问题的答案。"

老虎基金的扩张也使得罗伯逊在宏观交易上冒更大的风险。他很早就曾涉足货币市场，他在1985年的巨额利润有超过四分之一来自于美元上的下注，这个赌注是因索罗斯的操作而著名的广场协议的缩小版。与此同时，老虎基金在"套利交易"上做得也不错，这是布鲁斯·科夫勒从到商品公司就一直在用的。罗伯逊买了澳大利亚和新西兰的利率在16%~24%之间的债券，并借款在利率低于10%的国家做同样的操作，以锁定利差。由于老虎基金在20世纪90年代初的扩张，罗伯逊决心在货币市场上加倍努力。1991年，他聘请了来自摩根士丹利会讲日语的外汇专家大卫·格斯坦哈伯（David Gerstenhaber），紧接着又聘请了一位名叫巴里·博萨诺（Barry Bausano）的外汇交易员。

问题是，罗伯逊并不具备靠宏观交易发家的实力。给索罗斯和罗伯逊都工作过的卖空大师吉姆·查诺斯绝对相信罗伯逊对股票的超凡把握，但没有宏观交

易员会说罗伯逊对利率或货币的把握也同样超凡。事实上，价值投资的心态几乎使罗伯逊无法把握宏观。**价值型投资者通常很少或根本不用杠杆效应购买股票，而且他们一般长期持有。**如果股票走势和他们的判断相左，通常他们会购买更多，因为如果以 25 美元的价格买入这只股票就划算，那么 20 美元的时候就更划算。**但宏观型投资者利用杠杆效应，这使得趋势不利时的风险大得不可思议，他们必须准备好在情况对他们不利的时候退出市场。**同样，价值型投资者对他们坚定的信念引以为豪，他们已经仔细看过了公司的资产负债表，并计算出它的价值，他们知道他们找到了其真正的价值，而宏观投资者没有得出类似结论的方法，没有可靠的方法来确定货币的客观价值。

在上世纪 90 年代那些为罗伯逊工作的宏观交易者很难适应他的投资风格。他们很快发现老板无法忍受图表，他把图表描述为"蒙人的，没有用的东西"。他们还发现他们本能的风险控制会激怒老板。如果一个交易与他们的预期相反的话，这些宏观交易者会以为他们反应慢了，或者就是犯了错误，他们可不想逞英雄。但是，罗伯逊的反应正好相反。他相信自己的判断，他会坚持到底，他最终是要登上顶峰的。有一次，宏观交易者担心短期内市场会反转而对他们在欧洲债券做空的头寸不利，他们向罗伯逊建议用临时避险来保护老虎基金免受损失。

> "对冲？"罗伯逊气愤地反驳道，"对冲？！那样意味着如果我是对的话，我赚的钱会少一些。"
>
> "嗯，是这样的。"宏观交易者们答道。
>
> "为什么我要这样做呢？为什么？为什么？那都是十拿九稳的。"

这就是那次宏观交易者们尝试风险管理的结局。

整个 20 世纪 80 年代和 90 年代初，罗伯逊的实力掩盖了他潜在的弱点，他的公司涉足了世界各地的市场。虽然他有时候会犯错误，比如对德国市场的过高期望，但他大多数情况下是成功的。罗伯逊经常将宏观方面的论断应用到股市上。广场协议后，很明显美元会走低。罗伯逊认定美国公司会由于出口的增加获益，从而获得巨额利润。在 1990 年美国房地产崩盘后，罗伯逊看准了应该对哪些银行做空；当房地产坏账被清除时，罗伯逊对金融机构

做多。与此同时，老虎基金进军债券和货币市场，虽然这个做法危机四伏，但有一段时间老虎基金获利颇丰。从 1988 年初到 1992 年底，老虎基金的收益连续五年超过标准普尔 500 指数，接下来的一年，罗伯逊超越了自己以往的纪录，在扣除各种费用后，他给投资者们带来了 64% 的回报率。据《商业周刊》估计，1993 年他的个人收入已经达到了 10 亿美元。

就在这个时候，发生了一些微妙的变化。罗伯逊不在公司的时间比以前多了，而且并不总是因为他在外出差。

> 在 1993 年开始的十周时间里，他花了五个长周末在太阳谷滑雪，一个长周末在哥斯达黎加钓旗鱼，三天在奥古斯塔国家高尔夫球场，还有两周在肯尼亚。他改装了老虎基金办公的地方，在一个优雅的角落里设立了办公室，开始远离自己的助手。他雇用了一名心理医生来帮助协调他和他的员工的情绪波动，这个衣着整洁的男医生名叫艾伦·斯特恩（Aaron Stern），这个医生在他和他的分析师们之间增加了一个新的距离。

虽然罗伯逊变得不常来公司，他对员工要求的强度和激情却更高了。分析师们可能接连几天看不到他们的老板，然后他有一天会光临，向他们要事实，要数据，要他们跟踪的股票的最新情况。“如果你容易赔钱，你在这里混得不会很开心。”心理医生这样警告这里的分析师。他在这点上是对的，许多加入老虎基金的分析师在大概一年内就出局了。

但是，罗伯逊也失去了一些他想挽留的人。在 1992 年秋一年一度的公司聚会上，罗伯逊给大家引荐了他的宏观分析师：“这两位是大卫和巴里，他们去年赚了 10 亿美元。”这样的推荐给这两人筹集自己的资本带来了方便，1993 年春天，他们退出老虎基金建立了自己的对冲基金。很快，在此之后别的人也纷纷退出，建立自己的基金。[1] 由于老虎基金如此成功，特别是因为罗伯逊表面答应建立下属的投资组合却从不曾真正地下放权力，分析师们觉得他们应该自立门户，辞职变得相当容易。富有的投资者越来越倾向于把目光投向下一代的基金明星，老虎基金的分析师外出单干可以迅速筹集一大笔资金。格斯坦哈伯和博

---

[1] 老虎基金的药物类股票分析师阿诺德·斯奈德（Arnold Snider）在 1993 年年底离开公司自主创业。接下来三年的特点是一系列引人注目的离职。——作者注

萨诺的淘金者基金（Argonaut Fund）在开业两个月后就掌握了两亿美元，是老虎基金1980年刚开始时850万美元的好多倍。

随着老虎基金家族的壮大，罗伯逊试图保留自己的特种兵西进在山地开展拓展训练的企业文化。老虎基金的成员准备充分，乘坐罗伯逊的飞机飞到那里进行训练。

> 有一个冬天，他们来到锯齿山一带，背着自己的滑雪板，肩负60磅的包裹徒步登上一个山坡，晚上在零度以下的野外帐篷里过夜。另一次，他们被带进一个森林，分成几个小组，每个小组都备有一些自行车和要寻找的东西的清单，然后看哪个小组能最先找到这些东西。

在剧烈运动后，成员们集合到燃起的篝火周围。罗伯逊有时会安排两位曾争吵过的分析师用一个帐篷，但是这些人为建设团队意识的努力往往适得其反，在表面的友好关系下，有些成员之间的关系非常紧张。晚上的篝火聚会使大家想要大肆讨论一番关于老虎基金的未来：罗伯逊会允许手下的一些人自己经营投资组合吗？老虎基金的继任计划是什么？但罗伯逊并没有放权的意图，他组织这些拓展活动不是来讨论自己退居二线的，他开始表现得很愤怒。

有一次去山区旅行时，导游带领一组老虎基金的成员去通过一个横跨在山沟上的由三根绳索组成的索桥，而他们的脚下就是数百英尺的陡峭的山谷。当时雨下得很大，风也很大，但这些年轻人还是动身去做了。他们把两根安全带一端固定在身上的爬山装备上，一端固定在索桥上，然后一个接一个地身体悬空着向对面山上滑去。快到索桥中心时，绳索两端拉紧，整个桥就在风中摇摆。这个时候，每个人都会体会到无所畏惧的投资者、冒险家、他们的老板朱利安·罗伯逊的那种精神。突然，一个名为汤姆·麦考利（Tom McCauley）的分析师从湿的线索上失手滑了下去，他在安全绳起作用前大概下跌了10英尺。

> 老虎基金的成员们紧张地看着他们的同事，麦考利悬空地吊在索桥上，下面是深深地空谷。他用真正的老虎基金的方式来面对这次下跌，他大笑着，在安全线上反弹，把整个索桥当做一个超大型的婴儿跳床。接着当时围观的人中有一个人发现异常——麦考利只有一根安全带托着他，而不是两根，而且那根安全带快要脱钩了。一些人开始高喊，有些人则吓傻了。有的人吓得开始幻想麦考利身上穿的白色

的蓬松外套——他看上去像白色的"皮尔斯伯利面粉人"（Pillsbury Doughboy）。

"喂，汤姆，别跳了！"有人喊道。

"你的挂钩出了问题！"

"真的，别跳了！"

那是漫长的几秒钟，导索慢慢地向外滑到绳索上，最后终于锁上了麦考利的挂钩。但是，那个老虎基金成员在超越掌控范围的时刻所做的一切深深地留在了这个小组的记忆里。



MORE MONEY THAN GOD | 第6章

每次扰乱市场的都是他

20世纪80年代后期标志着对冲基金的转折点。在20世纪70年代初的熊市之后，这个行业几乎被消灭，那些幸存的基金也不引人注目，而且它们管理的资金是微不足道的。但在1987年的崩溃之后，发生了一些深刻的变化。

> 根据1990年的一项统计，有600只对冲基金涌现出来，到1992年超过了1 000只。财经评论员开始有意谈到"三巨头"——索罗斯、罗伯逊和斯坦哈特，并将1993年作为"对冲基金年"来庆祝。在三巨头的背后，一些有信心的竞争对手迅速扩张，而巨头之间的联系使这波新的浪潮更有意义。朱利安·罗伯逊和年轻的交易员路易士·培根是姻亲；迈克尔·斯坦哈特干脆和卡克斯顿对冲基金的布鲁斯·科夫勒（Bruce Kovner）做生意。

对冲基金巨头到彼此的家里打猎、钓鱼，成为同一个慈善机构的董事会成员，并每年在莱弗礁的巴哈马度假地聚一次。他们齐聚一堂标志着华尔街的新力量的诞生。

最引人注目的新秀是保罗·都铎·琼斯二世——我们之前提到的那个巴顿迷，索罗斯的朋友。

> 他1954年出生于一个和棉花有着千丝万缕的联系的孟菲斯家庭（Memphis）：他的祖父是个成功的棉花商，他的叔叔比利·杜纳万特

（Billy Dunavant）是该行业的巨头。在弗吉尼亚大学拿到经济学本科学位后，琼斯到新奥尔良做见习交易员，两年后转到纽约棉花交易所。和大量的场内交易员近在咫尺，这让琼斯很难相信市场以某种有效的方式反映所有的可用信息。

在商品交易所内，影响价格的主要因素并不是经济数据，决定市场走高还是走低的是在你面前尖叫的疯狂的家伙——也就是那些午餐时喝了马提尼酒继续投入战斗的棉花交易员——取决于他们怎么看。可以肯定的是，他们会对新的信息做出反应，比如经济增长和失业率等信息。但是，如果你想作为场内交易员幸存下来，那么了解新闻就不如预见场内反应来得重要。有个故事讲述了一个在政府发布通货膨胀报告引发的交易混乱中赚了 1 000 万美元的场内交易员。混乱平息后，他走出交易所说："顺便问一下，那个数字到底是多少？"

琼斯于 1983 年离开了棉花交易所，着手创建自己的公司——都铎投资公司。那时他还不到 30 岁，自立门户还太过年轻，但商品公司帮了他，在他的基金投资了 35 000 美元，并让他接触有丰富经验的人，那些人证实了他对市场的看法。和迈克尔·马库斯一样，琼斯的方法是基于他之前在棉花交易所内的经历。很快，琼斯成为独具一格的新秀。他学会了将交易当做心理和虚张声势的一种游戏，一种令人兴奋的扑克游戏，一种机智敏锐和虚张声势的融合。

光看自己的牌并决定如何下注是不够的，你得判断别的交易商会怎么做，他们是贪婪还是害怕，是准备投入全部赌注还是打算长期作战。你可能会听到关于糖的利好消息，但是你要问问自己别人会如何反应。如果大交易商们已经满仓，这种消息几乎不会影响价格；但如果他们在等着进入，市场就会迅速上涨。你对对手交易员观察得越深入，你就越知道他们会怎么做，最终你可以完全知道他们在想什么，在他们想买的时候拉着他们一起买，在他们感觉害怕时将他们吓出市场。如果你发现那些交易员感到紧张，你可以宣布你要抛售，你知道他们也会卖，然后，你可以转身再从市场买回来。

在这个智慧和虚张声势并存的游戏中，大肆渲染可能会有帮助。琼斯高兴地将自己描述为"最真正意义上的商人"，并带着他在大学时作为拳击手的狂热进入市场。他在不同的交易所内对着电话大声让他的经纪人下大额订单，经常

在一通电话里就改变指示，因为他知道他听起来越疯狂，就越会让他的竞争对手乱了阵脚。他用不同的方法实现目的，有时候，他会给多个经纪人下小额订单，为的是不让人察觉；有时他会打埋伏战，激情四溢，他知道一个突然出现的买家可以使其他交易商也竞相购买。也许是因为琼斯已经习惯了这种放交易烟雾弹的恶名，他也愿意宣传他的这种风格。在1986—1987年间，他允许纪录片小组跟随他的左右，捕捉他在交易时狂热的场景。

在刚开始的一个片段，琼斯在开市前平静地坐在他的办公桌前。他穿着白衬衫，系着保守的领带，戴着图章戒指，看起来中规中矩，几乎像个会计师——就差没戴副大眼镜，将他的棕色头发整齐地分开了。

"还有八分钟。"琼斯懒懒地、慢悠悠地说，用的是他童年时在孟菲斯就有的腔调。

"我准备好了。"他接着说，语速稍微快了一点。

"准备战斗了。"他提高了声音，因为紧张轻轻地摇晃着腿。

然后这个会计师突然爆发了。"准备向市场进军了！"他怒吼，像个发狂的战士一样冲锋陷阵，握紧拳头。

"70美元，买入3 000！"他对着免提电话大喊，这得以将他的双手解放出来，仿佛在下令处死被俘的敌人。他坐下来一会儿，然后又站起来。"丹尼，不能买！按市价卖出540！按市价卖出540！"

经纪人的声音通过免提通话返回来，确认了订单。琼斯声音急迫。"好！继续！继续！"他大喊，一堆交易员跑到交易区执行他的命令。

纪录片开始一会儿之后，琼斯已经下了数百万美元的赌注，然后开始了一个奇怪的举动：他把皮鞋脱下来，换上一双帆布运动鞋。

他坐在真皮办公椅上，穿着领尖有纽扣的衬衫，系着保守的领带，穿着一双不协调的白色鞋子，对着摄像机严肃地说："这些网球鞋，这个国家的未来都寄托在它们身上，每次我穿上，它们就能帮我带来债券一个点的上涨和股票大约30美元的上涨。"

"等到高潮的时候，我就把这幸运物穿上。"他在努力加重他的童

音，像个小学生在模仿一个战斗英雄，“我是在一次慈善拍卖会上买的。这些都是布鲁斯·威利斯的，他是个英雄。”

然后，在他的交易屏幕上，琼斯竖起一个充气的哥斯拉。

这离奇古怪的行为背后是什么样的思维过程？答案是微妙的，因为琼斯对自己成功的解释并不总是令人信服。他们开始从他20多岁的首席经济学家彼得·波里什着手，波里什穿着老式的背带裤来装老成，并且喜欢讨论20世纪80年代与20年代之间惊人的相似之处。波里什将两个时期的股市图表放在一起，结果意外地发现它们都以不可思议的速度上涨，这让波里什和他的上司相信一个像1929年那种大规模的崩溃即将来临。在一次访问中，波里什非常坦率地承认他捏造了结果，他篡改了两条线的起始点以得到他想要的结论。在这个半定量的基础上，琼斯建起的不过是一座海市蜃楼。华尔街过高的薪酬机制暗示这必须予以纠正。银行资本已经贬值，梵高的油画以拍卖前所估计的10倍的价格卖出。在1987年的纪录片中，琼斯在镜头里看上去很冷静，但他预测了一场令人心惊胆战的崩溃。他说道：“这将进行彻底地重新洗牌。”而他的眼神看上去绝对是兴奋的。

琼斯可能是高兴大家都认为波里什发明了某种预知未来的方法，但这只会有助于让他的对手感到恐惧。鉴于他在20世纪80年代中期的表现，对手很可能相信他说的所有的话：1985年，琼斯的回报率达到136%，而在1986年，他的回报率也达到99%。但事实是，波里什对20世纪20年代的研究对琼斯的成功并不重要，尽管1987年10月确实发生了股市崩溃。华尔街大多数的人都知道市场迟早要崩溃，难的是预测它发生的日期。波里什预测这次崩溃将在1988年春天来临，换句话说，他的预期并没比那些乱投资的人更好。

琼斯对自己成功的其他解释也没有多么可信。琼斯像托尼·席鲁夫一样相信康德拉季耶夫长波理论，托尼·席鲁夫这个自学成才的怪才造就了斯坦哈特20世纪70年代的成功。该理论认为，世界在以24年为周期可预见地运动着。康德拉季耶夫的教导帮助席鲁夫预测了1973年的崩溃，那就意味着下一次股市崩盘要到1997年才到来，但琼斯认为理论强调的情况是“全盘重新洗牌”的情形快要来了。琼斯更迷恋艾略特波浪理论（Elliott Wave），投资大师罗伯特·普莱切特（Robert Prechter）曾详细阐述这一理论。

罗伯特很有信心地声称，股市暴跌之前至少有90%的可能会经历最后一个暴涨阶段，这将是英国1720年的南海泡沫破裂以来最大的一次股市崩盘。琼斯曾很真诚地对一个采访者说："我把我自己的很多成功都归功于艾略特的波浪分析法。"但普莱切特关于崩盘的预测过分夸大了，甚至连琼斯都认为普莱切特并不能准确预测崩溃什么时候会发生。

事实是琼斯的交易利润来自于灵活的短期运作，而不是来自于他对那个尚不确定是否存在的、所谓市场遵循几十年一个大周期变化的规律的了解。琼斯像商品公司的交易商一样也擅长利用市场趋势，他会等到股市看来会涨的时候进入股市，如果市场对他不利，他也会迅速抽身离开市场。他曾经有一次承认过："你刚开始选择头寸的时候，你不知道判断是否正确。"这削弱了那些任何长期分析可以解释他的成功的观点。相反，正如他在一些更坦诚的场合解释时所说的，他的方法是**"根据市场的发展拟定情节"**，先确定市场如何表现，然后多次用低风险投注的方式来验证提出的假说，希望抓住他设想的情节成为现实的时刻。多年后，琼斯描述了他设想这些情节时所进行的复杂的脑力活动：

每天晚上我在我的公寓里一个安静的地方闭上眼睛，我想象自己在交易所内，我想象着第二天早上市场开盘，我的一天要怎么度过，以及市场不同的状态。我曾经每天都这样想象。这样当你遇到什么情况时，你已经准备好了，因为你曾想象过这种情况。你处于一种能应付极端情绪的精神状态，因为你已经经历过了。

1982年的崩盘表明了这种准备是多么重要。当标准普尔500指数在10月16日的那个周五开始下跌的时候，琼斯感觉到预计的市场崩溃可能终于到来了。这与波里什和20世纪20年代的粗略比较预示的崩溃到来时间差几个月，但这并不重要，琼斯从来没有从字面上来理解这个。重要的是，琼斯预想到了崩溃的可能，他知道，一旦市场开始下跌，一种真正的大幅下跌的概率就很高。投资者几个月以来一直在等着这一天的到来，他们的信心受到严重打击。投资组合保险增加了下跌的危险：**下跌的股票将引发投资组合保险人的抛售，而这种抛售将导致股票下跌更多。**由于市场定位的方式，投注于市场下降是不可抗拒的。

如果在那个周五开始的下跌之后又归于平静，琼斯可能会因为做空有少量亏损，他将迅速平仓，然后等待下一次机会。但是，如果投资者的紧张情绪和投资组合保险造成市场崩溃，收益将是巨大的。权衡风险和回报，这项投资具有巨大的吸引力。

到星期五晚上，琼斯已售出很多标准普尔500指数的期货。他和他的同事、商品公司的新秀路易士·培根以及欧洲的几个朋友一起，来到他在弗吉尼亚州一个偏远地方的狩猎小屋。周末结束后，因为客人太多，回纽约的私人飞机装不下。琼斯客气地将最后一个位置让给他的朋友，他则留在弗吉尼亚。

“不要，”有人说，“我们知道你有一个大头寸。”

琼斯上了飞机，黑色星期一早上的时候，他已经在位于曼哈顿的办公桌旁了。如果客人不那么慷慨，他将错过他一生中单日最大幅度的股市下跌。股市在早上大幅下跌，然后直接跳水，琼斯一直看着它跌到低谷。疯狂的投资者打爆了经纪人的电话，急于抛售以便退出市场，唯一不慌不忙的就是那些被崩溃吓呆了的人。

> 几年以后，琼斯将华尔街对崩溃的反应比做他自己船只的破裂：“我记得我用一条小船逃生，我的屁股被螺旋桨打伤了。我首先想到的是：‘该死，因为得缝合伤口，把我的周日下午给毁了。’因为我处于休克状态，我甚至不知道伤得有多严重，直到我看到朋友们的面孔。”同样，1987年的崩溃使某些人不知道该如何反应了。但琼斯对此早有预计，他在心理上对这次崩溃已经做好准备。

即使在市场下跌的时候，琼斯仍然抓住了第二次机会从中获利。他一直在思考美联储将如何对崩溃做出反应，也一直像往常一样在写关于市场的剧本，然后他推断，政府会通过向银行注入资金来安抚大家的焦虑，从而使借款成本降低。琼斯盘算着，这可能是另一个风险收益不对称的赌注：如果美联储确实如他所料，债券市场将会上涨，但如果美联储没有采取任何行动，它也没有理由下跌。当债券市场在黑色星期一晚些时候上涨了一些时，琼斯就将它作为他的剧本要变成现实的一个信号。他买了有史以来最大的债券头寸，事实很快证明，这是他获利最多的一次。

琼斯在黑色星期一的双管齐下据说使他的都铎投资公司净赚了8 000万至1

亿美元，给他那年带来了200%的回报率。在那之后不久，琼斯展现出了他的个性中与商人的奇怪行为截然不同的一面。他创建了一个慈善机构——罗宾汉基金会（Robin Hood Foundation），这个基金会从对冲基金的新财富中拿出一部分，将数百万美元用于纽约最穷的居民。

琼斯在黑色星期一的胜利不仅仅是个侥幸。20世纪80年代末对那些运用商品公司的方式的人来说是个好时机。三巨头——索罗斯、斯坦哈特和罗伯逊——在1987年的崩溃中都有亏损，但布鲁斯·科夫勒和路易士·培根虽然不如琼斯赚得多，却都获利颇丰。这三巨头和三新秀都预期到了市场的逆转，他们经常讨论这种可能，琼斯甚至试图说服朱利安·罗伯逊为他打理一个做空股票的投资组合。但预计到困难和在困难来临时很快做出反应是两码事，这就是三新秀比三巨头灵活快速的地方，这种灵活快速是因为他们的投资方式。

> 像朱利安·罗伯逊这样的选股人对他的股票很执著：他的下属对每只股票都进行过彻底的研究，大量抛售损害很大。但保罗·琼斯、布鲁斯·科夫勒以及路易士·培根就没有这种问题，他们的方式很灵活，可以随时变化：他们不关心个股，根据整个市场来交易。

1987年股市大跌后，布鲁斯·科夫勒和路易士·培根都挤进债券市场，用与琼斯一样的方式获利。接下来的那几年，他们还是做得有声有色。科夫勒用他之前建立的套利交易在货币市场获利丰厚，据报道，在1989年和1990年，他是华尔街收入最高的——这也得归功于他在原油期货上的投注。与此同时，路易士·培根在雷曼兄弟公司做经纪人打理个人账户非常成功，所以他在1989年离开公司成立了自己的对冲基金——摩尔资本管理公司，当年他的收益率就达到86%，接下来那年因为准确地预测到伊拉克入侵科威特对股市和石油市场的影响，收益率达到了29%。他从商品公司获得的创业资本与其他的资金来源比较起来已经显得微不足道。琼斯因为无法打理所有投资于他的钱，他建议他的客户转而投资于培根。

与此同时，琼斯本人在东京的表现也很突出。在20世纪80年代末期，像所有华尔街的行家一样，他也看到了泡沫正在形成。

> 日本当局在广场协议后大幅调低了利率，希望抵消日元走强对经

济的影响。由此造成的大量廉价资本抬高了日本资产的成本，也抬高了大量外国资产的成本，日本变成了从加利福尼亚高尔夫球场到印象派绘画的所有东西的主要买家。1987 年，日本电报电话公司（Nippon Telegraph and Telephone）在东京股票交易市场上以惊人的 250 倍的市盈率发行。只要还有一点点理智，就知道市场被高估了，可它还是继续上涨。

如同所有的泡沫一样，对日本市场的挑战不是看到它会崩溃，而是预测崩溃的时刻。在日本电报电话公司上市后积极地做空东京市场无异于自杀，在接下来的两年里，日经股票指数不可思议地上升了 63%，这证明有些事情比对付泡沫代价更高。**只要牛市对他们有利，琼斯他们也不想过早戳破，他是个趋势追随者，对相反的趋势下注会冒很大的风险。**因此，他静观其变，等待着趋势反转的时刻。然后在 1990 年初，东京市场在几天之内下跌了近 4%，琼斯终于等到了他一直在等的信号。

在 1990 年 1 月中旬由《巴伦周刊》组织的一次讨论中，琼斯还列出了一些东京将要大幅下跌的原因。他首先从传统的股票分析师的看法说起——市场以极高的市盈率在交易。不过，关于华尔街在 1987 年的崩溃，他主要说的是市场参与者对于定位方式的过度热情。就华尔街的情况来说，投资组合保险创造了一种加剧下跌的机制，从而为投机者创造了一种不对称的赌注。而就东京的情况来说，日本的金融文化创造了一个类似的不对称性，存款人期望他们的基金经理每年能有 8% 的回报率，而因为这个最低预期回报率的重要性，基金经理将在股市逆转的时候转向债券，以便在无风险的基础上锁定 8% 的回报率。

琼斯认为，东京市场在年初时下跌了 4%，这一点很重要。如果市场在前几个月的强劲上升之后在 12 月下降，那些收益仍高于 8% 的最低预期回报率的基金经理可能无所谓，特别是因为只在一年的最后几个礼拜才持有的债券所带来的收入会很少，根本不值得费心。但在 1 月下跌就不同了。基金经理并没有之前的股本回报率做缓冲，而且这一年还剩 50 个星期，这些时间足以让基金经理通过债券市场确保达到 8% 的目标。如果基金经理的表现方式比琼斯预期的更重防守，由此导致的恐慌性抛售可能对股市造成毁灭性的打击。

琼斯关于日本的构想剧本很快就在现实中上演。日经 225 指数在 2 月下跌

了7%，3月下跌了13%，到那年年底的时候已经跌去了市值的2/5，严重削弱了这个世界上曾经最大的股票市场。但琼斯并不仅仅是正确预测了市场，更准确得不可思议地预计了东京市场在到达终点的过程中的波动。根据他对以前熊市格局的了解，他预计在1月份日经指数会在一个弱势反弹之后下跌，当股市在春季稳定后，他正式从大量的空头头寸转为适量的多头头寸。[①] 这个操作强调了商品交易员的灵活风格和像朱利安·罗伯逊之类的价值型投资者的死守之间的区别——价值型投资者是不会改变自己的头寸的。果然，日经指数5月上涨了8%，琼斯再次获利，尽管他坚信这种反弹只是暂时的。

1990年5月，琼斯接受了《巴伦周刊》的另一次采访。该杂志对他成功预测东京1月股市会下降表示祝贺，琼斯谦虚地提及他曾过早地预测日本股市会在1988年和1989年崩溃——虽然他的这种技能的本质是：他可以预测这些东西，而且不在这上面做亏本的生意。然后琼斯重申他的预测，市场长期的趋势是下跌，但会经历一些小反弹，在每次令人失望的反弹后股市会急剧下跌。**他的逻辑是，那些在第一次崩盘时没有售空的投资者会迫切希望将自己的钱赚回来，但是每一次经历的反弹幅度太小，不足以弥补他们的损失，所以更多的人会放弃并出售。**琼斯说，目前他在日本股市上少量做多，但他预计夏末的时候就会再做空了。果然，琼斯所预测的时机非常准。东京股市从7月开始到10月初急剧下滑。1990年这一年，琼斯估计他的投资组合回报率在80%~90%，这在很大程度上取决于他在东京股市上的表现。

琼斯真正的成就不是他预测到日本股市会下跌，甚至也不是预测到股市会以什么形式下跌，而是他找到了这样的一个时机，这个时机把握得非常准确，甚至于在不能确定未来是什么样的情况时下赌注都没有问题。1987年10月，以及后来的1990年1月，华尔街和东京股市可能已经复苏了，在这种情况下琼斯可以只损失一点点就能放弃他的空头头寸。不过，琼斯预计市场更可能是下跌而不是上涨，更为关键的是如果出现下跌，其幅度会比任何可以想象的反弹的幅度大得多。

---

① 1990年1月在《巴伦周刊》的圆桌访谈时，琼斯正确预测到日经指数在跌至约36 500点时将反弹，因为这个点是日经指数在去年11月牛市的最后一个阶段突破的。琼斯还表示，如果反弹比较弱势，市场将再次下降。事实证明这些都是正确的。——作者注

他像一个赌徒在玩一种修改了规则的轮盘游戏——该游戏做了以下两个方面的修改：一是在轮子上多两个红色数字，使抽到红色数字比抽到其他数字的概率更大；二是庄家下的赌注是：如果转中红色，收益对风险的比例是5:1，这是个让人直流口水的收益风险比。琼斯并不能确定他的赌注会获胜，但他知道是把桌上所有的筹码都押上的时候了。

琼斯交易的许多次成功都归功于这个套路。从他在棉花交易所工作时，他就已经明白了了解其他选手如何定位的重要性。如果你知道巨头们是手持大量现金还是将钱全部投入股市，你就能知道市场会向哪个方向突破——你可以感觉到在任何情况下的风险和收益组合。场内交易员知道他们的对手是怎么定位的，因为他们看到他们大声说出叫价，一旦琼斯从交易所出来，他可以临场发挥，用各种技巧来重新找到那种对市场的感觉。

他会给代表大型机构客户的经纪人打电话，查询那些利用商品市场对实物头寸进行套期保值的交易公司，并经常和其他的对冲基金经理交谈；他跟踪那些显示投资者在购买更多买入期权（这意味着他们预期股市可能会上涨）还是看跌期权（这意味着他们担心股市要下跌）的数据；他参考退休金和保险组合中现金和股票之间的比较报告。

但是，仅仅知道其他投资者持有什么是不够的，你得知道他们想持有什么，他们的目标是什么，他们在不同情况下将如何做出反应。如果你知道日本基金经理人对达到8%的最低预期回报率很感兴趣，那么你就知道如果市场在1月下跌，他们可能转向债券市场。

琼斯的方法是对那些在商品公司很普通的心理学思想的延伸。琼斯知道怪异的行为使市场变得丰富多彩，从而挑战了有效市场理论家所想象的纯粹的随机。[①] 但他也习惯于不同的偏见。**如果投资者可以基于心理的原因非理性地购买和出售，他们也会基于体制性的原因非理性地购买和出售，有时则是心理和体**

① 琼斯力求使自己不要受这些心理偏差的影响。当被问及是什么让他比其他交易员成功时，琼斯说："我真的不关心我三秒前在市场上所犯的错误，我在乎的是我下一刻将要做的。我会尽量避免将任何感情因素带到市场。"——作者注

制因素的综合。例如，棉农总是在采收后保留部分收成好几个星期，希望价格会涨，但到年末的时候他们将不卖的心理与体制因素相融合了——他们必须得卖掉农作物，否则将受到不利的税收影响。因此，琼斯找出了规律：

> 每年12月份时，棉花市场都会受到大量卖单的冲击，而且市场会在每年1月份反弹。类似的情况也存在于其他商品市场。小牛在其母亲的肚子里孕育成熟需要接近一年的时间，所以牛的供给对价格上涨反应缓慢，因此，供应可能需要几个月的时间才能和需求相匹配，而且牛的期货的上升趋势往往比较持久。或者以股市为例，包含在道琼斯工业指数中的股票往往在每季度的最后一个周五收盘的时候表现比较好，因为那时套利交易商要将他们卖空的股票买回——这些股票是交易商用于对将要到期的期货合约进行套期保值的。

琼斯对体制扭曲的关注有助于解释他如何战胜市场。这得以让他在知道价格将对他有利的情况下购买和出售，因为交易的另一方是被迫出售。有效市场理论家已经论证了投资者难以预见股票或商品的未来走势，因为所有相关信息都已经反映在今天的价格中。但是，琼斯通过找到比现行价格更好的信息绕开了这个理论，比如知道农民在年底的时候除了卖出棉花别无选择，或是知道套利交易商们被迫在每季度最后一个星期五买回股票。从这个意义上说，琼斯的成功和斯坦哈特类似：在20世纪七八十年代，斯坦哈特之所以可以以折扣价买到大量的股票，是因为机构卖方需要卖出头寸，而且它们愿意为此付出代价。这种买卖不需要琼斯或斯坦哈特用先知先觉来预测价格的未来走向，它只是要求他们在需要的时候提供流动性。

琼斯的成功还有一个因素，可以追溯到他在1987年的纪录片中所展示的虚张声势的风格。如果琼斯的方法是寻找可能引发市场突然变动的因素，那么有时他自己也愿意成为那个因素，用大规模的交易来引发市场的逆转，因而造成一种使他的剧本成为现实的恐慌。同样，这个方法将注意力集中在有效市场理论的弱点上：

> 该理论假设，如果福特汽车的股价太低，有少数聪明的投资者会买入福特汽车的股票，直到价格强迫回归到有效水平。但在现实中，对聪明的投资者的影响力有所限制，他们可能缺乏足够的现金来持续

购买福特汽车的股票，直到它回到合理价位。当整个市场乱套的时候，聪明的投资者最有可能缺乏资金。他们可能知道日本股市的泡沫——或网络泡沫，或抵押贷款泡沫——根本没有道理，但他们借不到足够的资金来对此押注，将泡沫挤出。

这就是为什么说逆向操作的影响力有限，这也是为什么市场在趋势形成过程中会有反复，为什么金融容易产生泡沫。

被经济学家安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼（Robert Vishny）命名为“套利限制”的这一见解指出了一个琼斯凭直觉可以感觉到的机会。**市场可以脱离其基本价值，因为投机者缺乏挑战共识的实力，而这种趋势能持续到远远超出一个理性的点。但如果你比其他人更具备实力和勇气，你可以突然袭击，在市场毫无准备的情况下将其扰乱，因为你导致了一个新的趋势，你会是最先受益的。**

扰乱市场可以说是琼斯的特长。他曾经见过棉花场内交易商使他们的对手大吃一惊，但他也许是第一个在多个市场采取这种策略的人。大多数“高水平的交易商”试图通过由经纪人匿名下单来掩盖他们的立场，但是琼斯认为，如果让尽可能多的人知道，有时可能从中获利。[①]

在他的纪录片的一个片断中，琼斯对欧佩克协议降低石油产量持怀疑态度。从理论上讲，减产将推动价格上升，因此欧佩克的宣告将使石油价格上涨。但琼斯知道，欧佩克国家很少能遵照共同的纪律，遵守减产协议，因此他认为这个上升趋势没有现实基础。他要做的是破除这种毫无根据的势头，并从市场逆转中获取利润。

琼斯起初打算秘密进行。他下了多个小额订单以掩饰他的意图，使他建仓时上升的趋势不受到干扰。但是一旦这些秘密的交易完成后，琼斯就回到他的狂野风格，希望大家都知道他的立场，他希望市场知道某个大人物正在抛售，把他们吓得六神无主。

“卖 1 000！”他对他的经纪人大叫，“不，卖 1 500！让他们看到卖盘有多大！让他们知道抛售会继续！去办！去办！抛售会继续！”

① 琼斯似乎已经从棉花交易商伊莱·塔利斯（Eli Tullis）那里学到了透明的好处——琼斯曾在新奥尔良的时候给他当学徒。琼斯这样回顾塔利斯：“人人都知道他的立场，他很容易辨别。他的态度是：‘管它的，我要给他们来个迎头痛击。’”——作者注

在扰乱市场之后，琼斯打电话给在石油贸易公司的朋友，以衡量其气势如虹的抛售是否已经打破了油价的上涨势头。他所做的就和场内交易员所做的一样，去感觉他的对手的状态。谈了几分钟后，琼斯挂断了电话。

“他说：‘那些家伙，他们已经抛售了。’”琼斯带着明显的喜悦说，“和他共事的人不知道这是……”说到这里，他示意地眨了眨眼，并豪情万丈地指了指自己，“这样更好。我希望他们认为这是一些知道整个协议将会土崩瓦解的原始的阿拉伯人。”果然，琼斯的突然袭击很成功，油价上涨的势头得到扭转。琼斯并没有坐等让他的剧本作为现实的导火索出现，而是成功地创造了它。

1987年春天，琼斯认为是投资白银的时候了。那时，黄金已经反弹了一段时间，通常白银会紧跟其后；此外，也有些关于关键矿业生产可能中断的传言。早在3月的一个早晨，琼斯形成了可以与他心目中的英雄——巴顿将军相媲美的犄角之势：他购买了大量白银期货，尽量从场内交易员手上买入合约，并对它们做空，然后，他从四个经销商手中买了实物白银。不久，经销商们就遂了琼斯的心愿。因为他们明白，黄金已经上涨，白银应该要紧随其后的，交易商不愿让他们的库存枯竭，所以立即打电话到白银交易所下买单补上他们几分钟以前出售给琼斯的部分。

当他们的电话打到交易所的时候，经销商们非常吃惊：通常情况下都持有白银期货的交易员们已经全都卖给了都铎——交易商这方面也和琼斯的剧本一致。当经销商打电话给他们下紧急买单时，他们会认为供应要中断的传言一定是真的，因此赶紧买回一些他们之前出售给琼斯的合约。没用多久，混乱就出现了，投机者和琼斯之前做空的交易员都急着想使自己免于价格上涨的风险，而在他们这样做的过程中价格又进一步被推高。当感觉到市场已经具备了动力快要反弹的时候，琼斯就带着可观的利润离场。

这些操作并不意味着琼斯对市场的力量是无穷的。他曾经承认：“我可以在恰当的时候进入任何市场，然后稍做努力，就可以创造一个牛市的假象。但是，除非市场真的是健全的，否则只要我停止购买，价格就会下降。”然而，尽管琼斯试图强调其对价格的掌控能力有限，但是通行证比能力更重要：琼斯推动市

场本身就是了不起的，即使只是很短的时间。

琼斯就像在刚刚下过雪后的山顶上，如果有很多雪要从山坡滑落，他会准确地抛出一块石头，引发一次雪崩。当然，琼斯强调，他使市场与基本经济因素相悖的能力并不比一个在山上引发雪崩的孩子的能力强。但是，能够导致一场雪崩是一项艰巨的工程。如果他能判断出一个市场的潜在走势，琼斯在做选择的时候就会引发一系列的连锁反应，并成为第一个从中获利的人。

琼斯引发雪崩的能力反映了他乐于冒巨大风险进行交易的意愿，但他的名望也很重要。当人们看到狂野的商人的到来，他们认为他将改变市场，他们的假设是自我实现的。琼斯在规模和知名度方面得到的越多，就越强化了他的能力，即使是在发展很完善、流动性很高的市场。

> 在20世纪80年代末，国债期货经常以5 000万美元的规模易手，但琼斯有时下单给场内的经纪人，订单的交易规模是其两倍，这会引发交易商的恐慌，使他们想要和受惊的巨头保持同一立场。标准普尔500指数期货最大的贸易商之一詹姆斯·埃尔金斯（James Elkins）在90年代初回忆了琼斯可能带来的效应："每当他走进场内，整个市场都会害怕。我的规模可能比他的规模大，但他的名望能让他每次进入时都会把整个市场搅乱，这种反应令人瞩目。"

从他最早在棉花交易所内开始，琼斯就明白了市场会受心理影响。和商品公司的交易员一样，他在期待着20世纪80年代后期出现的行为金融学的学术研究结果。与此同时，琼斯还看到市场有些体制怪癖，这方面他期待关于受税收驱动的买卖的学术文献，这种买卖会找到有效市场假说的许多漏洞。但琼斯最突出的优势不在于他对市场的认识，而是在于他的自我意识，他懂得自己的交易可能会如何改变其他人的估计，然后用一系列的连锁反应来获利。

对冲基金的规模和地位越增长，琼斯的见解的重要性就越显著。当数十亿美元涌入最著名的对冲基金巨头，成为他们的资本，就不仅仅是石油交易商或白银交易商需要小心的了。**从20世纪90年代开始，对冲基金已经大到足以改变各种市场，它们甚至可以压倒政府。**

MORE MONEY THAN GOD | 第7章

狙击英镑的“白色星期三”

1988年秋天，斯坦利·德鲁肯米勒同意加入索罗斯基金管理公司。他的朋友曾建议他不要把自己的未来交给索罗斯，德鲁肯米勒也以为他们的关系会在一年左右破裂。索罗斯提出了诱人的条件，他说德鲁肯米勒是一个天才，将来有一天会继承他的基金。但是，以前的记录表明索罗斯难以交出真正的权力，德鲁肯米勒不知道他能在多大程度上相信索罗斯的承诺。他开始新的工作的前一天，德鲁肯米勒到索罗斯在南安普敦的周末住所去拜访他。在房前的草坪上，他遇到索罗斯的儿子罗伯特。他对德鲁肯米勒说：“恭喜你，你是我父亲的第九个正式接任者。”

> 索罗斯和德鲁肯米勒的风格完全对立。如果说索罗斯的业余爱好是写哲学书，那么德鲁肯米勒的爱好就是在三河体育馆观看匹兹堡钢人队（Pittsburgh Steelers）的橄榄球比赛。但作为投资者，这两个人是绝配。和索罗斯一样，德鲁肯米勒有选股背景，而且他并不真正痴迷投资，这点也和索罗斯一样。

德鲁肯米勒的第一份工作是在匹兹堡国家银行做权益类分析师，但很快的晋升使他没能掌握大多数股票分析专家信手拈来的分析工具。他在25岁时就晋升到研究主任的位置，从来没有在同一个领域内花足够长的时间来培养其分析企业资产负债表的特殊技能。[①] 但是，他的长处在于结合不同的学科。在对股票

① 德鲁肯米勒回忆说：“我从来没有充分了解基础分析的技巧，没有上过商学院，没有注册金融分析师资格。由于必须要用，也因为受到我的第一个老板、我的导师的影响，我采用了技术分析法，不得不非常依赖图表。如果没有企业的资产负债表，我很难真正得到满意的结果。”——作者注

深刻认识的基础上，他又增加了在**货币和利率**方面的知识——这是他在确定象牙塔不是他的所爱之前所选的经济学博士课程中学到的。

> 正如一位钦佩他的同事所说，德鲁肯米勒比经济学家更了解股市，同时他又比选股的人更懂得经济，这是一个有利的组合。通过跟踪股票和与公司管理人员的交谈，德鲁肯米勒能提前了解到经济趋势，让他对债券和货币市场有个看法；通过跟踪经济，他能预先知道股市的形势——如果货币贬值，出口类股票将是一个买点，如果利率上升，就是做空房地产开发商的时候了。

在对公司和经济认识的基础上，德鲁肯米勒增加了第三个技能：**技术分析**。他在匹兹堡的第一位老板对图表很有研究，虽然大多数的选股者不屑于这种识别模式，认为它是一种巫术，但德鲁肯米勒很快就发现它是有用的。进行基本分析得知股票或债券的价值被高估了是一回事，知道什么时候市场会回归正常是另外一回事，而图表则能暗示答案。技术分析教会了德鲁肯米勒要警惕市场的波动，使他拥有像保罗·都铎·琼斯一样的交易灵活性和像朱利安·罗伯逊一样的选股实力。他经受住了1987年的股市崩盘，在随后的日子里他获利颇丰，而任何一个纯证券背景的经理都没有同样的结局——就连索罗斯也没有。

在匹兹堡的银行工作四年后，德鲁肯米勒在纽约做了一个报告。会议结束后，一名对他的报告留下深刻印象的人上前和他交谈。

> "你在银行工作？你还待在银行做什么啊？"
>
> 与德鲁肯米勒聊了几分钟后，对方问："你为什么不自己开公司呢？"
>
> 而德鲁肯米勒没有足够的资金来开公司，但这个人坚持要他开公司："只为和你聊聊，我会每个月付你10 000美元。"

于是，1981年2月，当德鲁肯米勒28岁时，他创办了杜肯资本管理公司（Duquesne Capital Management），开始磨炼自己作为一个采用新方式的宏观交易者的投资风格，他将对公司和经济体系的认识与图表结合起来，随心所欲地组建投资组合。四年后，他引起了一家共同基金公司德莱弗斯（Dreyfus）的注意，这家公司邀请他在运行杜肯的同时管理几只基金。有一只德鲁肯米勒管理的基金在三个月内上涨了40%，这使这个年轻经理成了华尔街的名人。1987年，《金

融炼金术》透露了索罗斯将基础分析和技术分析相结合的方式，德鲁肯米勒意识到这个大师的风格类似他的做法。这两人在索罗斯的办公室搞了个午餐会面，然后两人的想法一拍即合。在初次见面结束时，索罗斯就第一次尝试聘请德鲁肯米勒。

当德鲁肯米勒最终接受聘请时，索罗斯的儿子在草坪上对他嘲弄意味的欢迎最初似乎是有根据的。量子基金的现任分析师们，包括一些早期的“永久接班人”，和他这个新的可能继承者都在盯着基金总裁这个位置，而他长得像他星期日喜欢看的那些职业橄榄球运动员根本没用。更糟的是，索罗斯似乎只把他当做是标准普尔500指数的专家，尽管他做过债券、货币和股票。1989年8月的一个晚上，德鲁肯米勒飞往匹兹堡——他在那里仍然经营着杜肯基金，他发现他在量子基金的债券头寸已经在他不知晓的情况下被卖掉了。他给索罗斯打了电话，大发脾气——在一个怀疑他能力的老板手下做事，他没法成功。

> “你使我觉得束手束脚，”德鲁肯米勒对索罗斯大声说，“我被搞怕了。我觉得不爽，因为我认为我可以做得更好。”
>
> “我想离开。”他最后说。
>
> 那次爆发有可能使德鲁肯米勒失去在量子基金的职位，但是反而由此引出了索罗斯有史以来最好的一次冒险。
>
> “你不要走，”索罗斯回答，“我走。”
>
> 鉴于他拥有量子基金的大部分资金，索罗斯这次显得特别冷静，他把家迁到了伦敦。“我要去欧洲了。”他在离开的时候告诉德鲁肯米勒，“现在，我们会发现是我太爱管你的闲事，还是你确实不称职。”

接下来的几个月让索罗斯有充分的理由为自己的这次冒险感到高兴。柏林墙倒塌了，搬到伦敦使他能集中精力来进行他一直渴望在东欧做的慈善事业。与此同时，柏林墙的倒塌制造了德鲁肯米勒喜欢的市场动荡，他所得到的回报进入了惊人的时期。

> 1989年，量子基金上涨了31.5%，接下来的四年，量子基金分别上涨了29.6%、53.4%、68.8%以及63.2%——正如他的一位同事所说，他就像20世纪60年代中期的鲍勃·迪伦（Bob Dylan）一样，一个接一个地发行专辑——量子基金的资产由18亿美元跃至50亿美元，索

罗斯基金管理公司在旗舰公司之外又开了新的基金公司，到1993年底，其管理的总资产已飙升至83亿美元。

索罗斯知道怎么抓住自己的好运气。他从德鲁肯米勒之前的那次发火中吸取了教训，注意不破坏这种关系，他需要一个永久的继任者，而他幸运地遇到了德鲁肯米勒这样的人才。在整个20世纪90年代，索罗斯都充当着这位年轻人的教练，他提问题、出建议来点拨他的这个门徒，但最后让他的门徒来做决定。为了满足自己投资的欲望，索罗斯保留了一些资本自己做交易，而德鲁肯米勒则牢牢控制着量子基金的大部分资金。如果说新闻工作者继续把量子基金的成功归功于索罗斯的话，其部分原因是索罗斯并没有刻意去纠正他们的错误，另外的原因是德鲁肯米勒不喜欢出风头，而索罗斯则非常喜欢出现在镁光灯下。[①]

从索罗斯迁往伦敦的那一刻起，德鲁肯米勒继续着他的教练索罗斯的投资方式。他听从了《金融炼金术》中的教诲，曾连续两年和索罗斯一起探讨，学会了索罗斯所有的方法。德鲁肯米勒沿用了索罗斯的方式，他把量子基金的资本投资于空头和多头兼具的股票投资组合，然后用借来的资金交易标准普尔500指数期货以及债券和货币。同样，还是沿用索罗斯的方式，他一直与公司高管接触，认为企业层面提供的信息可以预警经济趋势。他还按照索罗斯的方法，牢牢抓住机会。如果说这个徒弟从师父那里学到了什么的话，那就是当时机正确时，把全部身家都赌上。

在索罗斯去伦敦后不久，柏林墙的倒塌就创造了一个这样的时机。东德人兴高采烈地涌入享有更多自由、物质更丰富的西德，期望在那里就业并享受社会福利，相关的费用似乎肯定会迫使德国政府出现大规模的预算赤字。在其他条件不变的情况下，预算赤字会加剧通货膨胀，从而使货币贬值。根据这个逻辑，投资者在柏林墙倒塌后抛售德国马克，导致马克对美元汇率下跌。但德鲁肯米勒对这个问题有不同的看法。他想起《金融炼金术》里描述之前里根政府预算

① 德鲁肯米勒回忆说："我不喜欢我们在索罗斯基金公司的公开亮相，但我容忍了，因为我觉得它是为了一个崇高的目的，索罗斯需要它作为他的慈善事业的平台，我不认为他是为了他的自我形象。他想会见国家元首，他需要这样一个平台，而且它肯定是给了他这样一个平台。因此，我站在幕后，他站在台前，这个思路没有问题。"——作者注

赤字增加的一段话：这些赤字不但没有削弱，反而间接地强化了美元。原因是里根政府宽松的预算被美联储的紧缩政策抵消了，高利率激励投资者持有美元，因此美元升值了。德鲁肯米勒预计德国会遵循同样的模式——宽松的预算将推动德国强硬的中央银行提高利率，然后德国马克将会反弹。因此，柏林墙倒塌后，德鲁肯米勒一头扎进了德国货币市场，数天之内购买了20亿美元的头寸。在接下来的一年中，马克兑美元上扬了1/4。

这次交易的漂亮之处在于它建立在保罗·都铎·琼斯的一个观点上：**如果你了解市场上的其他玩家，你就可以找出那些非常吸引人的风险回报比的交易。**过去琼斯的专长是研究私人交易员如何定位，但德鲁肯米勒则是在玩一个更大、更具吸引力的游戏——了解政府，特别是中央银行，这对一个交易者来说是一种天赋。中央银行的意图往往比较明显，比如德国中央银行就毫不掩饰它打击通货膨胀的决心，而它们的行动可能推动市场。1989年11月，形势已经足以让德鲁肯米勒意识到中央银行将提高利率，而这个事实本身就足以造成一个趋势，一个他可以用来获利的趋势。

德国马克的交易使量子基金在1990年获得了29.8%的回报，但这仅仅是一个预演。两年后，德鲁肯米勒上演了他职业生涯中最伟大的胜利，他打破了欧洲货币秩序，奠定了对冲基金在全球金融中新兴力量的地位。

德国统一不仅仅导致中央银行按可预测的有利可图的方式运作，它还暴露了中央银行的矛盾角色：一方面要稳定德国马克，同时又要稳定欧洲的汇率机制。

> 该体系成立于1979年，其目的是减轻欧洲的货币波动，从而使公司在投资和贸易时不必担心剧烈的汇率波动会使它们的商业模式功亏一篑。十多年以来，该机制运作良好，稳定了货币的同时又没有极端地统一货币。所有加入的货币允许相互之间的汇率在小范围内波动，如果灵活性不够，一个国家可以与它的欧洲伙伴谈判贬值问题。这些规则给一些国家政府提供了利用利率来管理经济周期的可能，这个体系平衡了汇率稳定和利率的灵活性两方面的目标。

德国的统一打破了这一折衷方案。统一在德国国内制造了通货膨胀的压力，推动中央银行提高利率。但德国加息的时候正是其他欧洲经济体经历经济衰退的时期，它们迫切需要减息。德国国内的高利率加上欧洲其他地方的低利率造成其他资金涌向德国马克，其结果就是欧洲货币疲软，特别是意大利里拉和英国英镑——这两种货币在接近交易机制所允许的下限水平进行交易，甚至有可能突破下限。这样，有两个选择摆在了欧洲各国政府的面前：

> 德国可以减息以减少外来资金的流入，而意大利和英国则反其道而行之；或者中央银行干预货币市场，卖出马克，同时买入里拉和英镑。如果利率调整和货币干预方案都失败了，那么意大利和英国的货币都将被迫贬值。

1992 年夏天，德鲁肯米勒开始反复思考这些紧张的局势。他把注意力特别集中在英国，量子基金一个年轻的经理斯科特·贝瑟（Scott Bessent）研究过波动很大的英国房地产行业，并做空过几只房地产的股票。贝瑟向德鲁肯米勒指出英国抵押贷款的利率一般都不是固定的，当英国中央银行提高利率，英国家庭就会立即感受到付款压力。由于这种传导机制，德国的高利率将把英国置于一个非常困难的境地。如果英国中央银行提高利率来确保英镑在汇率机制内的地位，对按揭供款人的即时打击会在英国已经陷入衰退的时候进一步打击消费。

德鲁肯米勒找到了一个空隙，这是那些几乎不可能对他不利的赌注中的一个。英国当局很可能会拒绝更高的利率而允许英镑贬值。另一方面，英镑也几乎不可能对德国马克升值；在英国经济不景气的情况下，英国中央银行的加息不会超过必要的幅度。德鲁肯米勒抓住了这个不对称的投注机会，大量买进德国马克，卖出英镑，在 8 月底之前他投资在这个头寸上的资金达到 15 亿美元。迄今为止，在这次英镑交易中德鲁肯米勒运用了三项技能。

> **第一，这项交易包含了德鲁肯米勒利用对股票的研究所获得的对经济趋势的见解。**德鲁肯米勒像索罗斯一样，但与商品公司的三个人不一样，他把注意力集中在公司身上，把它们的表现当做一个经济体业绩的重要先兆。
>
> **第二，德鲁肯米勒运用了对货币和利率的认识。**他像索罗斯一样，

但与朱利安·罗伯逊不一样，他是一个股市交易商，但对其他投资工具同样在行。

第三，这项交易包含了对那些可以创造良好风险报酬比率的投资机会的体制因素的关注。正如保罗·琼斯看到了日本基金管理人年收益率应当达到8%这个水平从而产生的非对称投资机会一样，德鲁肯米勒抓住了英国抵押贷款利率浮动的重要意义。

但狙击英镑的下一阶段需要不同的技能，它要求德鲁肯米勒了解欧洲的金融政治，首先就是德国中央银行所承受的压力。

自从由于恶性通货膨胀帮助了希特勒崛起的那个时候起，德国人就十分注重货币的稳定。在美国，联邦储备委员会的法定职责要求它以保证低通货膨胀和充分就业为目标；在德国，联邦银行的任务是专门打击通货膨胀。由于这个原因，只要统一的费用会造成预算赤字，德国的第一反应就是拒绝降息；如果德国保持强硬，英镑所受到的压力会愈来愈大。但出于政治原因，德国中央银行至少有可能软化其立场。欧洲领导人最近签署了《马斯特里赫特条约》，其中提出了最终建立欧洲的统一货币——欧元的设想，德国政府支持这一项目。为避免欧洲的金融秩序再次四分五裂，德国在全力打击通货膨胀这件事上必须得三思而后行。

当德鲁肯米勒第一次狙击英镑的时候，德国中央银行将如何权衡其传统的反通货膨胀立场和它对欧洲的责任的立场还不是很明朗，但德国的意图很快就清晰了起来。

9月4日和5日，欧洲共同体的财政部长和中央银行的官员们在英国的一个漂亮小镇巴斯会面。由于迫切需要给英国降低利率创造空间，同时被同样与经济衰退抗争的意大利和法国的同行诘问了一番，英国财政大臣诺曼·拉蒙特（Norman Lamont）一再要求德国放松它的货币政策，他对德意志银行的总裁赫尔穆特·施莱辛格（Helmut Schlesinger）拍桌子喊道：

"十二位财政部长都坐在这里，要求你降低利率。你为什么不？"

施莱辛格非常不安，他的第一反应是离开会场。他珍惜德国中央银行的独立，他的整个职业生涯都在为这种独立而努力。他痛恨政治

压力，特别是来自一个外国人的政治压力。当施莱辛格最终镇静下来，他小心地说，虽然他不打算降息，但他也认为没有理由加息。拉蒙特抓住这一声明并把这作为德国让步的信号提交给媒体，尽管也没有人预计利率会上升。

在随后的几天会议里，拉蒙特不停重复的过分要求激怒了施莱辛格，这位德国中央银行行长觉得有必要纠正一下那种认为他已放弃他的机构独立性的印象。9月8日，在中央银行官员的巴塞尔聚会之后，施莱辛格公开宣布他不能保证利率的未来走向。与承认德国将修改其货币政策从而便宜邻国完全相反，他警告说：他对欧洲货币之间的固定汇率关系没有什么信心。好像是为了强调这一点，施莱辛格还特别提到意大利里拉的基础薄弱 。

当施莱辛格发表他的言论的时候，在座的听众不是别人，正是索罗斯。为了确保他听到的话是正确的，索罗斯在施莱辛格讲完后走向前去与他交谈。为了试探德国致力于欧洲和谐的决心，索罗斯问他对 ECU 的看法——ECU 是欧元之前的名义上的欧洲统一货币。施莱辛格回答说，他喜欢欧洲货币的概念，但不喜欢 ECU 这个名称，他宁愿把它称为马克。

施莱辛格的回答如索罗斯所希望的一样清晰。德国中央银行接受货币联盟的设想，但也不是不惜代价，它的首要任务是保持德国马克防止通货膨胀的优良传统，如果其他经济体无法忍受由此带来的紧缩，那么它们的货币就应该贬值。索罗斯怀疑施莱辛格会心满意足地看到他对通货膨胀的强硬立场将破坏欧洲货币联盟的计划，因为该联盟的目标包含了成立欧洲中央银行，而这个中央银行会取代德国中央银行。索罗斯想，所有的机构都有自我保护的动机，而施莱辛格作为职业的中央银行官员，肯定是这一趋势的代表。索罗斯有点兴奋地给在纽约的德鲁肯米勒打了电话，告诉他意大利里拉马上要贬值了，德鲁肯米勒在他现有的对英镑的赌注上迅速增加了对意大利货币的赌注。[①]

当索罗斯回到纽约后，他给罗伯特·约翰逊（Robert Johnson）打了个电话，约翰逊是一个货币专家，当时他正处于从美国信孚银行辞职然后加入到索罗斯基金的过程中。索罗斯确信里拉会下降，但现在他的目光已经超出了这点，他

① “我确信狙击里拉的想法是他的而不是我的。我还可以肯定的是，狙击英镑的创意来自于我，而不是他。”——作者注

想欧洲的游戏规则也许正在发生变化。

“你觉得英镑会怎么样？”索罗斯问。

“我想我还是过来找你吧。”约翰逊回答。他不想在电话上继续交谈，信孚银行会对交易员的谈话录音。

约翰逊坐出租车到了第七大道888号索罗斯的办公室。办公室地毯上补着胶带，德鲁肯米勒的办公桌旁边摆着几台电脑，约翰逊、索罗斯和德鲁肯米勒三人围坐在一个小会议桌旁开会。

索罗斯向约翰逊询问狙击英镑的风险。

“嗯，英镑的流动性很强，如果你的头寸不利，你可以随时退出。”约翰逊回答，“你最多损失0.5个百分点左右。”

“那么在这个交易上会获利多少？”德鲁肯米勒问。

“如果英镑暴跌的话，你很可能获利15%或20%。”约翰逊回答。

“这样的事情发生的概率多大？”德鲁肯米勒追问。

“三个月内，”约翰逊回答，“发生的概率在90%左右。”

这时德鲁肯米勒和索罗斯都注视着对方，他们坐不住了。

“你自己的基金会投多少钱？”索罗斯问，他指的是约翰逊管理的美国信孚银行的投资组合。

约翰逊表示他将用杠杆效应来利用这次交易机会，他可能会投入现有资本的3~5倍。

“噢，我的天哪！”德鲁肯米勒很快说。他的眼睛瞪得溜圆，全身的肌肉都变得紧张，你几乎可以听到他像一个篮球运动员在弹跳投篮时那样的深呼吸的声音。

“嗯，他们只有价值220亿英镑的外汇储备，”约翰逊继续说，“总计约等于440亿美元。量子基金只有在有人愿意购买的情况下才能卖出英镑。鉴于施莱辛格的评论，很少会有私人买家，而主要买家是英国的和其他试图支持英镑的中央银行。一旦英国中央银行的外汇储备用光，就不可能进一步狙击英镑了，因此，440亿美元可能就是最大限额。”

“也许我们可以拿到150亿美元的份额。”德鲁肯米勒说。这表示

他要压上现有的英镑赌注的10倍。

"你认为他们能撑多久？" 索罗斯问。

撑不了几个月，约翰逊估计。

然后德鲁肯米勒找到斯科特·贝瑟来开电话会议，询问了斯科特的意见，贝瑟在这个问题上比约翰逊更激进。英国政府并不敢提高利率，如果要在更严重的经济衰退和英镑贬值之间选一个，英国政府会选择贬值，这会让英镑贬值可能比任何人预期的都要早。

约翰逊离开时有种预感，他可以感受到这两个人联合起来的力量：如果有适当的时机，他们会彻底搞垮英国货币。

接下来的几天是政府和市场之间关系的分水岭。欧洲范围内发生了金融海啸，显示了曼哈顿中心的一群交易商是如何影响全球的。德鲁肯米勒和索罗斯是这次戏剧性事件的主要玩家。但他们并不是唯一的玩家，其他交易货币的对冲基金——包括商品公司的三人——都加入了对欧洲疲软货币的攻击，加入攻击的还有银行的交易部门和跨国公司的财务部门。

在整个20世纪七八十年代，没有人想到这些私人玩家可以敌过强大的中央银行——1985年的广场协议曾证实了政府对汇率的影响。但自20世纪80年代中期以后，跨国流动的资金大概是以前的三倍，对冲基金和其他玩家现在可以调配大量的资金，权力已经转移到私人玩家手中了。1992年8月，布什政府精心策划了18家中央银行协调一致地购买美元的行动，但在那时，有那么多的私人资本在货币市场兴风作浪，中央银行的努力没能改变美元的地位。

1992年9月初，中央银行新的弱点引起的后果影响了整个欧洲。通过像德鲁肯米勒、索罗斯和约翰逊他们那样的沟通，交易商们相互证实每个受到经济衰退打击、汇率盯住马克的经济体现在都很脆弱。

9月8日的那个星期二，也就是施莱辛格宣布德国不能对利率做出任何承诺的那天，投机性的抛售浪潮压垮了芬兰中央银行，芬兰政府被迫放弃盯住欧洲货币单位的政策。当天芬兰马克下跌近15%，交易商转眼就可获得利润，这吊起了他们寻找下一个受害经济体的胃口。

周三对瑞典有一次冲击，瑞典通过一夜之间把利率提高到75%的空前高度

来试图吸引资本重新进入该国，然后电子游牧族开始攻击意大利里拉。意大利的利率已经达到 15%，通常情况下这么高的利率足以把资本留在国内，但货币市场的巨大增长已经改变了这个局面：意大利的货币提供了一个非对称的赌注情形，这一趋势诱惑着技术交易员加入对意大利货币的冲击，同时聪明的投机者感觉到如此大量的钱砸在意大利市场会使意大利官方穷于应付。9 月 11 日的那个星期五，里拉已经跌破了汇率机制所允许的汇率下限。随后的周末，意大利开始磋商货币正式贬值。

> 里拉的崩溃尤其发人深省。芬兰当时还没有正式成为欧洲汇率机制的一员，所以在投机者盯上它后，它不能指望其他欧洲中央银行的帮助。但是意大利的情况不同：它的贬值意味着汇率机制的成员第一次被市场打击得体无完肤。意大利作为该机制的成员，它有权从强大的德国中央银行那里获得支持，在里拉贬值前一周，意大利从德国借入了相当于 240 亿德国马克（360 亿美元）的里拉——这种干预是前所未有的。但投机性的抛售里拉压垮了德国中央银行的努力，交易员们又狠赚了一笔。

即使在意大利里拉崩溃后，欧洲官员还在努力适应这个新建立的金融秩序。9 月 12 日的那个星期六，当意大利人与到访的德国官员谈判里拉贬值的时候，英国财政大臣诺曼·拉蒙特还是按他的日程安排行事，好像什么都没有发生过一样。当天晚上，他荣幸地出席了“最后一夜逍遥”音乐会（Last Night of the Proms），兴致盎然地唱英国海军军歌。在知道里拉崩溃的消息后，拉蒙特第二天一早召集他的顾问开一个吃羊角面包的早餐会，但他和他的团队仍然不相信他们面临着迫在眉睫的危机。事实上，一篇英国媒体对这个早餐会的报道中称拉蒙特看上去得意洋洋。作为里拉贬值协议的一部分，德意志银行承诺降息 0.25%，这实际上可能提高英镑价值。

考虑到当时的各种假设，拉蒙特表现得开心并不令人感到意外。金融分析师和记者当时争论说意大利和英国没有可比性。前者是欧洲最混乱的富裕国家，后者则是由一个改变了英国经济表现的保守党领导的国家。

> 英国中央银行已成功地抵御了 8 月以来市场对英镑的压力，9 月 3 日它发明了一种新武器来应对电子游牧族：正如对冲基金用借来的钱

来冲击货币一样，英国宣布将借款100亿欧洲货币单位（等同于72.5亿英镑，或140亿美元）来提高其捍卫英镑的能力。自公告之日起，英镑急剧上升，货币交易员认为政府现在有足够的力量来击退投机者。但对索罗斯和德鲁肯米勒而言，这就有点搞笑了：英国借入用来购买英镑的数额仅与量子基金想出售的金额相当。但在1992年9月初，除了索罗斯办公室的人外，没有人能想象到就这么一个职员不足50人的对冲基金能聚集相当于一个政府筹集的战斗资本。

当市场在9月14日的那个星期一开市时，拉蒙特的乐观似乎得到了佐证。英国中央银行花了7亿美元来支持该国货币，由于这项措施在德国降低利率的基础上出台，所以这个相对温和的干预足以使英镑略有升值。但拉蒙特和他的顾问们没有想到的是，周一的交易决定了英国的命运。英镑的小幅上升证实了投机者的假定，对汇率摇摇欲坠的货币下注可以通过借入资金来下最大的赌注，因为最糟糕的情况也只是货币会向不利的方向变动一点点。

果然，英镑第二天下挫了。西班牙财政大臣给拉蒙特打电话问他情况怎样，拉蒙特回答："太可怕了！"

当天晚上，拉蒙特召集财政官员和英国中央银行行长罗宾·利-彭伯顿（Robin Leigh-Pemberton）一起开会。双方都同意从第二天早上开始积极支持英镑，如果还是不行，他们将考虑提高利率。当会议快要结束时，彭伯顿宣读了一则从他的新闻办公室里传来的消息。赫尔穆特·施莱辛格接受了《华尔街日报》和一家德国金融报刊《商报》（*Handelsblatt*）的采访，根据通讯社对他的讲话的报道，这个德国中央银行行长认为，对欧洲货币进行广泛的调整将比对里拉进行单独的调整好。

拉蒙特被这一席话惊呆了。施莱辛格的讲话等于是在呼吁英镑贬值，他先前在巴斯会议后发表的公开声明已经引发对里拉的攻击，现在德国人开始抨击英国，拉蒙特要彭伯顿立即给施莱辛格打电话，彭伯顿对此有所顾虑，他知道准时的施莱辛格不喜欢别人打断他吃晚餐，但拉蒙特置之不理。

打完这个电话后，彭伯顿说，施莱辛格接受这次采访的条件是他可以审查如何报道他说的话，但他还没有抽出时间这样做。拉蒙特抗议，这是一个危险地从容应对。施莱辛格的意见已经在新闻中发布，纽约和亚洲的交易商第二天

就会做出反应，施莱辛格需要迅速发出否决声明。于是彭伯顿打了更多的电话到德国，但没有用。德国中央银行新闻办公室解释说，施莱辛格的说法“未经批准”，因为它们还没有获得证实；施莱辛格说，他将查看报道，并在早晨到他的办公室后发表适当的声明。拉蒙特强压怒火，但他也没有什么办法，德国的货币控制者并不急于适应这个连续 24 小时交易的世界。

那天晚上，拉蒙特上床睡觉时已经知道第二天会很困难，但他无法想象有多困难。就像他在他的回忆录中所说的，英国将在第二天被迫退出欧洲货币体系的想法“不仅仅是一闪之念”。

德鲁肯米勒在纽约于周二下午看到了施莱辛格的意见，他并不在意它们是否得到了“批准”，他立即做出反应：施莱辛格很明显乐意看到英镑被排挤出汇率机制，德国中央银行不打算放纵疲软的邻国进一步降息。鉴于英国势力衰退，英镑的贬值现在几乎是不可避免的。

> 德鲁肯米勒走进索罗斯的办公室，告诉他是采取行动的时候了。他自 8 月起就在英镑上下了 15 亿美元的赌注，并在与罗伯特·约翰逊的谈话后下了更多注。现在，导火索来了，德鲁肯米勒宣布，他将开始逐步建仓。
>
> 索罗斯听着，看起来很困惑。他反对道：“这没道理。”
>
> “什么意思？”德鲁肯米勒问。
>
> 索罗斯回答说，如果新闻报道准确，几乎没有不利的地方，为什么只是逐步建仓？为什么不直接增到 150 亿美元？索罗斯向他建议：“全力以赴！”

德鲁肯米勒可以看出索罗斯是正确的：事实上，这是他的过人之处。德鲁肯米勒做了分析，了解政治，看到了这笔交易的导火索；但索罗斯是那个能感觉到这是放手一搏的时刻的人。当你确定自己是对的，就没有什么投注太多这样的说法，你会尽可能多地买入。

这个星期二剩下的时间，德鲁肯米勒和索罗斯将英镑出售给任何愿意从他们这里买的人。通常他们交给交易者去执行订单，但这次他们自己打电话，找出同意和他们做生意的银行。根据汇率机制下的规则，英国中央银行不得不接

受以2.778德国马克售出英镑，这是这个区间所允许范围的最低水平，但这项规定只在伦敦的交易时间才有效。在英国中央银行的非营业时间就忙着寻找买家，尤其是一旦索罗斯和德鲁肯米勒在疯狂出售的消息传开后，获得大量量子基金卖单的银行会提醒自己的货币交易员，他们也马上开始抛售，随着他们的声音扩散出去，传遍整个世界，每个人都会知道崩溃开始了。很快，英镑被迫超出了其允许的波动范围，而且几乎不可能找到这种货币的买家。

> 那天晚些时候，路易士·培根打电话给德鲁肯米勒。他们谈到事情会如何收场，而且培根说，他仍然在想办法抛售英镑。
>
> “真的吗？”德鲁肯米勒脱口而出。他告诉培根等一下，而几秒钟后，索罗斯也加入到谈话里面。
>
> “你从哪里找的买家？”索罗斯拼命追问。

索罗斯和德鲁肯米勒终于回家了，让他们的交易员们寻找机会抛售更多的英镑。深夜，在纽约的公寓，罗伯特·约翰逊收到了量子基金首席交易员的传呼，他从床上爬起来，悄悄地回了电话。他不希望让妻子听到这次谈话，因为她是纽约联邦储备银行的官员，负责货币市场。第二天凌晨大约两点，德鲁肯米勒回到办公室——他想在伦敦市场重新开市、英国中央银行被迫恢复购买英镑的时候就坐在他的办公桌旁。

曾在伦敦的投资组合经理斯科特·贝瑟在德鲁肯米勒之后不久也到了，他可以看到他的老板站在黑暗的办公室里的高大轮廓。德鲁肯米勒在脱外套，而曼哈顿的夜景就在他身后蔓延。他办公室里唯一的光来自于电话，电话那端是索罗斯，而且德鲁肯米勒开了免提，不真切的东欧口音充满了这个黑暗的房间，索罗斯催着德鲁肯米勒增加杠杆效应，增加抛售。

当伦敦开市的时候，英国中央银行支持的预期使英镑回到它的许可波动范围内，但一直在底部。作为对拉蒙特在前一天晚上已经授权的计划的回应，英国中央银行上午8：30之前干预了两次，每次购买3亿英镑，但是这个购买根本没有影响。德鲁肯米勒驻守在大西洋彼岸的办公室，要求出售10亿英镑，而他的要求使大批的模仿者也出售。英国中央银行进行干预，完全没有意识到它有多么寡不敌众。到上午8：40，它已购买了10亿英镑，但英镑还是动都不动。

10 分钟后，拉蒙特告诉首相约翰·梅杰（John Major）干预失败，英国将不得不提高利率以保护英镑。

让拉蒙特沮丧的是，梅杰拒绝批准加息。他负责将英国纳入到汇率机制当中，他担心如果政策被认为是失败的，他的信誉就会崩溃，他可能面临来自他自己的内阁成员的领导地位的挑战。梅杰借口说新的经济数据会在当天晚些时候出来，他告诉拉蒙特说坚持住，希望市场最终将趋于平静。

那时世界各地的中央银行都处于高度戒备状态。又有一个电话打到罗伯特·约翰逊的公寓，这次是从纽约联邦储备银行打来的。约翰逊的妻子当晚剩下的时间都在监测危机，而不知道她的丈夫却帮助造成了这次危机。英国中央银行继续买进英镑，因为根据汇率机制的规则，它不得不这样做，但它已经不再指望货币脱离底部区域，它只是在给德鲁肯米勒和他的同伙提供流动性而已。每过去一个小时，对冲基金和银行都卖出更多的英镑给英国中央银行，中央银行也在被迫买入一种肯定马上就要贬值的货币，英国在将资金大规模地从长期受苦的纳税人那里转移到一群全球性的交易商手里。上午 10：30，拉蒙特再次给梅杰打电话，竭力主张提高利率。

拉蒙特给首相打电话的时候，英国官员极力表现出信心。英国中央银行的二把手埃迪·乔治（Eddie George）照样去参加早就定好的和戴维·斯米克（David Smick）的会晤，戴维·斯米克曾给德鲁肯米勒和索罗斯灌输政治理念。斯米克出现在位于针线街的英国中央银行的办公楼里，他发现乔治看起来状态不错，穿着格子衬衫，系着条纹领带，打扮得像个伦敦银行家。

> 乔治兴高采烈地说："一切都在我们的掌控之中。"虽然不太可能，但在极端的情况下，可以肯定英国中央银行会将利率提高一个百分点来赶走投机者。斯米克想知道乔治知不知道英国货币崩溃的影响力，而崩溃已经开始了，想制止可能为时已晚。
>
> 斯米克鼓起勇气，直截了当地问乔治："难道你不担心你在这件事上走得太远，落后于时代了吗？"
>
> 乔治显得有些恼火。他正要回答的时候，电话铃响了，经过几分钟激烈的谈话，他挂断了电话。
>
> "我刚刚知道利率提高了 200 个基点。"他轻声说——整整两个百

分点，然后他起身和斯米克握了握手，跑着离开了房间。

拉蒙特向首相的请求这次成功了，而这次巨大的利率上调的消息定于上午11点宣布。在所定时间前的几分钟，拉蒙特走到他财政部的办公室外面看着路透社屏幕，但是，当消息宣布时，英镑根本没有什么反应——屏幕上的那条线还是一条平直的线。拉蒙特觉得自己像个看着心脏监测仪、意识到他的病人已经去世的外科医生，剩下能做的就是拔掉仪器了。

拉蒙特没有时间对将英镑重新纳入欧洲汇率机制进行谈判，重新调整将涉及与其他欧洲国家政府的漫长协调工作，但时间每过去一分钟，从纳税人到交易员的大量财富转移都仍在继续。意大利很幸运在周五陷入困境，接下来的周末就有喘息的机会。但是，现在英国发现自己处于同样的险境，而不幸的是在星期三。拉蒙特唯一的办法就是单方面退出欧洲汇率机制，但是，这需要得到首相的批准。

但首相不是立刻就有空。拉蒙特和他的工作人员不断给梅杰的办公室打电话，强调会面的紧迫性，但没人接听，最终拉蒙特带了一个顾问团队到海军部大厦（Admiralty House）——一个乔治王朝时代风格的建筑，当时是首相的临时官邸。在那里他们苦等了至少一刻钟，梅杰才见了他们。拉蒙特估计这个国家每隔几分钟就损失数亿英镑，但他的老板看起来轻松得让人恼火。

> 他在会面开始时首先问是否有进一步和德国进行金融外交的余地，然后补充说其他几个政府部长不久将参加会议，说明他们从各种不同角度的看法。而随后的讨论比较曲折：英国能退出汇率机制而不得罪它的欧洲伙伴吗？如果真的退出，会不会有对部长们的辞职要求？很明显，梅杰的目的是和房间里的其他人分摊危机的责任——一个部长后来说："我们要万众一心。"这是一个精明的举动，从梅杰的角度来看，这样做有助于消除对他构成威胁的潜在竞争对手。与此同时，德鲁肯米勒和索罗斯都补了仓。

海军部大厦的会面结束了，但到底要不要像拉蒙特想的那样退出汇率机制还没有定论，梅杰却坚持再加一次息——这次加3个百分点，第二天开始生效，为挽救英镑做最后的努力。同样，拉蒙特看着路透社屏幕上出现这条消息，同样，英镑的价值还是没有受影响。在大西洋另一端，德鲁肯米勒和索罗斯在自

己的办公桌前看到利息上升，就像一个要断气的人的垂死挣扎，这是个事情即将结束的信号——是拼命抛售英国货币的最后时机了。

拉蒙特开始向欧洲的财政部长提醒英镑所面临的困境。意大利财政部长皮耶罗·巴鲁西（Piero Barucci）建议拉蒙特暂时停牌来给自己时间谈判，而不是退出汇率机制。拉蒙特不得不指出，现代财政部长无权中止持续性、全球性交易的外汇市场。

那天晚上，拉蒙特在财政部的中央庭院召开新闻发布会。晚上7:30，面对来自世界各地的电视摄像机，他宣布英国退出汇率机制。市场赢了，政府终于意识到了这一点。

9月的前半个月，英国中央银行花了270亿美元的外汇储备努力捍卫英镑，其中很大一部分在危机的最后一天消耗殆尽。英镑脱离汇率机制后，英镑对德国马克大约贬值了14%，所以英国纳税人可以说在英镑购买上损失了38亿美元，而银行和对冲基金是交易的另一方，但以对冲基金为首，而量子基金无疑是最大的一个。

到英镑崩溃的时候，德鲁肯米勒和索罗斯已成功地做空约100亿美元的英镑，比他们之前打算的150亿美元少，但仍然是一个非常大的头寸。在英国纳税人损失的近40亿美元中，估计有3亿美元到了商品公司三人中的资深成员——布鲁斯·科夫勒手中；2.5亿美元到了保罗·琼斯手中，据说美国银行货币交易柜台的前七位总共将8亿美元收归囊中。不过，索罗斯基金管理公司在英镑上的利润超过了10亿美元。

在英镑贬值之后，索罗斯惊人的分红开始并没有人知道。但到了10月份，意大利的工业巨头詹尼·阿涅利（Gianni Agnelli）无意中对记者说出他那年在量子基金的投资上赚的比他从他的汽车公司菲亚特所得的收入还多。第二天，10月24日，星期六，英国的《每日邮报》（*Daily Mail*）刊登了一张微笑着的索罗斯的照片，手里拿着饮料，标题写着“随着英镑崩溃，我赚了一个亿”。当索罗斯那天早晨打开前门，他看到了一大群记者，接下来的几个月里，新闻界都对他的利润很感兴趣。

> 据说索罗斯在1992年将他的个人财富增加了6.5亿美元，一家杂志指出，索罗斯只要5分钟就可以赚到美国中等家庭工作一年才能赚到的收入。几年前，人们对垃圾债券大王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）赚的5.5亿美元表现得很感兴趣，但现在已经有人超过了米尔肯。

索罗斯因为打击了英国中央银行而出名，对冲基金已经开始取代20世纪80年代的并购大王，成为公众羡慕的对象。

索罗斯基金的全部利润远远高于外界的想象。正如保罗·琼斯1987年大崩溃时在股票市场上的做空，再加上在有利可图的债券上的赌注，德鲁肯米勒五年后在英镑交易上也是。由于英镑承压，英国的股票和政府债券市场也受到打击，交易商认为从英国逃离的资本可能会损害其他资产的价格。但德鲁肯米勒有不同的看法。**英国从汇率机制退出将使得政府可以随意降息，这将有利于政府债券，而且货币贬值和低利率对股市也是利好。**在周二和周三抛售英镑的时候，德鲁肯米勒同时购买了英国政府债券和股票。果然，德鲁肯米勒的赌注见效了，在接下来的两个月内，两个市场都急剧上涨。

英国不是德鲁肯米勒关注的唯一焦点。英镑下跌后，投机者打算攻击法国法郎，但这次德鲁肯米勒相信中央银行将战胜市场。与英国房地产者不同，法国家庭不受浮动抵押贷款利率的影响，而且法国有很多种方式对人们进行补贴，因此，法国将比英国更容易用加息击退投机者。基于这个原因，德鲁肯米勒购买了大量法国债券，这些债券在1993年飙升，这也有助于解释为什么量子基金在英镑上投资的那年获得让人瞩目的69%的回报率之后还能在接下来的一年获得63%的回报率。

但量子基金在英镑之后最大的一次行动也是最谨慎的一次，要归功于当时已经全职加入基金的罗伯特·约翰逊，量子基金在1992年11月瑞典克朗贬值前对其做空，又赚了10亿美元。吸取了英镑交易后遭到媒体关注的教训，索罗斯和德鲁肯米勒确保不会有人公开谈论他们在瑞典大赚的那一笔。

尽管可能需要更多的证据，但宏观交易的胜利表明有效市场假说在很大程度上无法解释。**如果市场主要由追求最大利润的理性投资者控制，那么效率有可能会占上风；但如果市场由其他人驱动，那就没有理由期望有效定价。**宏观

交易就是这一观点的最好阐释：各国政府和中央银行显然不是在利润最大化。在英镑危机最严重的时候，梅杰实际上还从斯坦利·德鲁肯米勒手上以双方都觉得荒唐可笑的价格购买了英镑。梅杰这样做的原因的是从金融书本里找不到的——他想迫使政治上的竞争对手分担贬值的责任。

德鲁肯米勒的成功还表明盯住汇率在发展充分且流动性强的市场环境下不太可能成功。在20世纪五六十年代，固定汇率制度运作良好，因为资本跨国界流动受到管制；但现在这些管制措施都不见了，是政府承认它们对货币的权力有限的时候了。它们既可以利用利率来掌控本国货币的价值，从而抑制汇率的波动；也可以用它们来管理经济的波动，从而抑制经济衰退。尝试通过“灵活地盯住汇率”，比如汇率机制，来双管齐下有可能适得其反：美国和欧洲的对比生动地说明了这一点。

> 布什政府试图在8月支撑美元但没有成功，之后也没有什么大问题，美元总是在浮动，所以其变化趋势没有突变。但是，芬兰、意大利、英国和瑞典的盯住汇率就不同，它们给了投机者太有吸引力、无法抗拒的目标，让经济陷入混乱。在对汇率机制的承诺中，欧洲各国政府做出了一个它们无法兑现的承诺，它们抑制汇率波动，直到有比它们更有力的力量冲破这种抑制。

一个以德鲁肯米勒和其他宏观投资者为特征的环境的影响并没有立即引起决策者的注意。就和以往每次金融危机发生后的情况一样，第一反应总是贬低市场，而不是从市场中吸取令人难堪的教训，在这种情况下，盯住汇率是危险的。英镑贬值一周后，当法国法郎承压时，法国财政部长米歇尔·萨潘（Michel Sapin）建议将闹事的投资者送上断头台。第二年夏天，在汇率机制受到另一轮破坏后，法国总理爱德华·巴拉迪尔（Edouard Balladur）认为政府有经济和道德责任来限制投机者。在比利时，外交部长威利·克雷斯（Willy Claes）也附和说英国金融家阴谋分裂欧洲。

索罗斯以特有的方式接受了对他的职业的攻击。一方面，他证实了自己比任何其他的市场参与者更不留情面：尽管银行的交易部门不得不忍受监管机构，因此不愿过于猛烈地抨击政府，索罗斯却没有这样的顾忌。另一方面，索罗斯理智地倾向于认为市场不可控，不断地有繁荣和萧条的风险，不断地波动。

英镑贬值之后不久，索罗斯见到法国中央银行行长让-克洛德·特里谢（Jean-Claude Trichet），并告诉他说，出于可能给自己的交易带来不稳定性的担心，他不会攻击法郎。这种声称自己无私的说法有点言过其实，因为量子基金准确地预计到法郎能挺住，而且准备根据这一预测大赚一笔。然而，索罗斯的姿态使英镑下跌后的气氛变得戏剧化——他们中最大的投机者都不愿意为投机进行辩护。

德鲁肯米勒不同意索罗斯的疑虑。英国媒体将英镑受辱的那天称为“黑色星期三”，但是德鲁肯米勒认为“白色星期三”会更贴切。

> 英国已经摆脱了德国中央银行的高利率限制，可以随意寻求它所需要的防止经济衰退的政策。伦敦股市对贬值的反应印证了德鲁肯米勒的观点：金融时报指数在接下来的两个月上涨了近1/5。可以肯定的是，德鲁肯米勒的交易搅乱了英国政府的经济政策，但这并不一定是坏事。伴随着德国统一的高利率造成了一种需要英镑退出汇率机制的情况，在德鲁肯米勒认识到之前，英国当权者并没有看到这个事实。梅杰将纳税人的十多亿美元转给索罗斯基金并不完全是德鲁肯米勒的错，如果确实有人让全英国人民都变得盲目，那个人也是首相，而不是投机者。

索罗斯和德鲁肯米勒之间的分歧引发了经济学界的讨论。在英镑交易之前几年，经济学家认为，货币危机是由不良的经济政策引发的：肇事者并非投机活动，而是政府管理不善。但在20世纪90年代，学术界的共识转变了——由德鲁肯米勒的观点转向了索罗斯的观点。新的观点强调说，**交易商可能袭击那些管理得当的货币，而且袭击可能会自我实现。**由投机导致的英镑崩溃成了这次讨论的一个转折点。德鲁肯米勒说英国通过勉强采用难以维持的高利率而自找了这次危机是正确的，但是，当他自己的交易显示投机者超出政府的力量时，投机者滥用这种力量的风险就变得越来越明显。尽管以前交易者们可能只攻击那些根据经济基本面注定要受攻击的货币，但现在他们可能觉得有力量去攻击稳定的货币。法国政治家抱怨说对冲基金集聚了危险和过大的权力，而他们的忧虑并非毫无根据。

不管这种危险是什么，但大家没做什么去降低这个危险。取缔投机商——

像法国财政部长呼吁的那样将他们送上断头台——需要将被投机者利用的跨国资本浪潮平息，需要重回布雷顿森林体系，重新实行资本管制。大多数决策者对这个选择充满恐惧：

> 如果商品和服务的自由贸易是有益的，出于同样的原因，资本自由流动必然也是好的；就像贸易允许将汽车制造集中在那些最擅长制造汽车的国家一样，跨国资本流动使稀缺的储蓄存款流向能对它们进行最有效的投资的地方；此外，资本管制可能是不切实际也不合理的手段。在英镑危机之后的那个星期，西班牙和爱尔兰通过限制银行对货币的自由贸易来打击对它们货币的投机性攻击。但这些管制很快被规避。

如果资本管制不在考虑范围，还有一个方法去防止对本国货币的投机性攻击——取缔它们。索罗斯在英镑崩溃后对一个采访者说：“投机是非常有害的。”欧洲单一货币“将会让像我一样的投机者破产，但我会乐于做出牺牲”。欧洲最终在 1999 年统一了货币，但不是每个人都从中吸取了教训。亚洲和拉丁美洲的新兴经济体卡在了盯住汇率政策上，这在未来 10 年给对冲基金创造了巨大的机会。

MORE MONEY THAN GOD | 第8章

对冲基金的狂欢结束了吗

1993年12月，迈克尔·斯坦哈特到他在安圭拉的度假屋度假。他的职员定时给他打电话汇报新情况，一个下午，有个消息很令人高兴——斯坦哈特的资金在一天之内增长了超过1亿美元。斯坦哈特惊叹道："我简直不敢相信我坐在沙滩上竟然能赚这么多钱！""迈克尔，事情本来就该这样的。"一位助手跟他说。毕竟，斯坦哈特合伙人基金在运作着价值约为45亿美元的资产，它的员工人数已经超过100；1991年和1992年，它的回报率在扣除费用后分别达到47%和48%，1993年的业绩看来也差不多。杂志报道斯坦哈特花了将近100万美元买毕加索的画，这个秃头、蓄着短须、大腹便便的投资者在纽约的舞会上被千方百计想把钱交给他的申请者包围了。也许事情的确应该是这样的，斯坦哈特绝不会想到他将要面对屈辱。

斯坦哈特1979年结束休假，创建了自己的公司，继续沿用股票选择和大宗交易结合的方式。但他也开始在债券市场赚钱，20世纪90年代早期，他首创了后来广为人知的"影子银行系统"的雏形。和德鲁肯米勒的货币交易一样，斯坦哈特利用了中央银行的政策——尽管这一次事实证明是借了美联储的光。

> 1990—1991年，在储蓄贷款危机后，美国经济不景气，美联储想通过保持短期低利率来刺激经济。这使得斯坦哈特可以以极其便宜的成本借入短期资金，然后买入收益高得多的长期债券，赚取差价。这种交易的风险是，如果长期利率增高，斯坦哈特的债券价值将缩水。

但萧条的经济使得资金需求持续降低，这意味着资本的价格——也就是利率不太可能上涨。果然，长期利率在20世纪90年代初不升反降，使斯坦哈特从债券上的资本利得比从长短期利率之间的差价上获取的利润还高。

正如约翰·梅杰因为想压制政治对手而便宜了斯坦利·德鲁肯米勒一样，因为美联储试图帮助岌岌可危的银行系统，却给了斯坦哈特盈利的机会。通过增加短期利率和长期利率的利差，美联储使得银行所从事的常规业务更加有利可图，也就是借入短期资金，放出长期贷款——这会增强银行放贷的积极性。

斯坦哈特实际上使他们的如意算盘落了空。美联储想帮助银行，斯坦哈特却把自己变成了准银行：他借入短期贷款并放出长期贷款，就像银行所做的一样。所不同的是，斯坦哈特并没有做诸如招聘计票员收集客户存款、招募一系列信贷人员来将存款借给公司等等烦琐的业务，相反，他从高盛和所罗门兄弟公司等经纪公司借钱，然后通过购买债券贷出。而且因为他没有任何银行的基础设施，他可以在美联储改变政策的时候决定做不做这项业务。

斯坦哈特的准银行享有更多的优势。真正的银行在贷出的数额方面受到管理限制：每将价值100美元的客户存款转变为贷款，银行得留出大约10美元的准备金，以确保它们的贷款情况不妙时仍然可以偿还存款。但斯坦哈特没有存款人，因此也没有“资本充足”的规定，他的经纪人打算贷款给他多少，他就可以借多少——而经纪人打算借给他一笔天文数字的钱。对于斯坦哈特借来购买美国政府债券的每100美元，他往往可以连1美元的资本都不必留出。[①]

1993年，斯坦哈特和他的同事炒家将债券战略用到了欧洲。随着汇率机制的危机结束，欧洲正准备进行货币联盟，这一进程正迫使整个洲的利率相互衔接。像西班牙和意大利之类的国家，它们之前通货膨胀一直较低，因此必须用高债券利率来补偿它们的投资者，但它们现在受到严格的反通货膨胀规则的限制，利率开始降到和德国差不多。斯坦哈特和其他交易员购买了大量西班牙和意大利的债券，在利率下降时实现资本获利，他们又一次利用了实际上是政府诱使他们利用的机会——欧洲政治家对有关货币联盟的计划并没有保密，对因

① 斯坦哈特回忆说，他在美国政府债券上的负债率非常高。他在欧洲债券上的负债率基本上是20:1，而他整个基金的负债率不到10:1。——作者注

此造成的利率趋于一致也没有保密。

因为他们用一种大部分对手都没有用的方式来抓住这种机会，对冲基金获利颇丰。资深的投资银行家辞掉在高盛和所罗门兄弟公司的工作参与到这个新游戏中，一个华尔街律师事务所声称要以每个月两家的速度推出新的对冲基金合伙企业。在公园大道，之前以其装饰派艺术风格的大厅和黄铜电梯而闻名的汉姆斯利大厦（Helmsley Building）因为成为对冲基金的酒店而声名狼藉。在楼上未做标记的套房里，一群交易员就在那里工作，想尽办法为他们的有钱客户投资。

> 对冲基金从 1992 年的 1 000 只出头，在第二年猛增到约 3 000 只，而费用增长的速度也差不多一样快。在这个行业发展初期，阿尔弗雷德·琼斯不收取管理费，只在投资利润中抽取 20% 的份额。对冲基金的第二代，如迈克尔·斯坦哈特，收取 1% 的管理费外加 20% 的利润份额。现在，在 20 世纪 90 年代初的蓬勃发展时期，热门的新基金要求"2% 的管理费外加 20% 的利润份额"。《福布斯》里的一篇文章惊叹道："也许在历史上从未有这么少的人以这么快的速度赚这么多钱。"

这种快速赚钱也不是没有争议。后来被很多其他大型基金模仿的斯坦哈特的充满活力的准银行使他买了大量政府新发行的国债，这一度导致市场变得有效起来。在 1991 年 4 月的国债拍卖会上，斯坦哈特和布鲁斯·科夫勒为价值 120 亿美元的尚未发行的债券出价 65 亿美元，将这些债券借给卖空的人，然后他们再买回来，最后成了价值 160 亿美元的债券，比市场价格超出很多。由于债券价值迅速上升，卖空者想将空单补回，但他们不能买回债券，因为斯坦哈特和科夫勒已经垄断了市场，而他们不卖。受到做空威胁的受害者包括高盛、所罗门兄弟公司以及贝尔斯登公司，几乎和鲨鱼滥吃无辜的情况差不多，但不可避免会被起诉。经过在法庭上三年的斗争，斯坦哈特和科夫勒始终不承认有罪，最后协议解决。斯坦哈特同意赔付 4 000 万美元给做空的人，科夫勒赔付 3 600 万美元。这两人也因为 5 月国债拍卖时的违规行为受到起诉。同样，他们还是同意给起诉人支付赔偿来解决。

然而，对操纵市场的指控不应该是大家关注的关于准银行的唯一问题。从当时基本未实现的程度来说，对冲基金在改变着货币政策。**当他们通过积极购**

买较长期的国库券来响应美联储的低短期利率时，短期和长期利率之间的联系会更紧密。美联储降息以前可能需要好几个星期才导致较低的长期利率，现在快了很多。从某些方面来说，这可能是一件好事：如果美联储想刺激经济，那么对冲基金将长期债券收益率打压下来是有帮助的。但是,新局面可能也有危险。债券市场可能会很快对美联储做出回应，但实体经济必然要滞后。如果美联储在大家感觉到好处之前都维持低利率，华尔街很可能已经产生泡沫了。

> 这种泡沫会成为新的威胁。一个对冲基金可以垄断国债拍卖的环境是一种新的环境，是一个建立在令人惊心动魄的杠杆效应上的环境。美国的系统是金字塔式的重重债务：政府从对冲基金借入资金，对冲基金从经纪人借入资金，经纪人又从别的一些人那里借入资金。如果这个链条中的一个断裂，其余的就可能会失去其获得资金的途径，这会迫使他们迅速抛售资产，泡沫可能立刻破裂。

1994年初，没有任何人做过这种设想，迈克尔·斯坦哈特尤其不会。1月，他授权给他的一个助手买入加拿大债券，数量大得惊人，增加他在美国、日本以及欧洲已有的赌注，然后，他和他的妻子以及朋友一起出发到中国第二次度假去了。

1994年1月21日，美国联邦储备委员会主席格林斯潘朝白宫走去。在低利率的推动下，经济已经连续34个月稳步增长，但现在格林斯潘要拜访克林顿总统和他的随行人员，告诉他们一个不受欢迎的消息——虽然通货膨胀还未显山露水，但是到了通过小幅提高利率预先制止通货膨胀的时候了。格林斯潘希望早些通过采取行动避免经济过热，避免急刹车，他的目的是使经济实现“软着陆”。

“等一等！”副总统戈尔反对。在过去，一次小幅加息标志着一个长期加息的开始：1988—1989年，美联储的短期利率从6.5%经过多次小幅上涨后到了近10%。如果市场这次也会这样，长期利率可能会因为预期经济要紧缩而大幅上涨，债券市场就会崩溃，格林斯潘希望避免的“硬着陆”就可能成为现实。

> 戈尔提出的问题是格林斯潘乐于回答的。这个美联储主席职业生涯的大部分时间是在纽约当经济顾问，其任职时间超过大多数在华盛

顿的人士的任期，也超过输了英镑之战的英国官员的任期，他了解市场。加息导致华尔街出现不利的反弹的可能性他当然考虑过，但他首要考虑的是股市的反应。从1993年进入历史高位后，标准普尔500指数进行调整的时机已经成熟，债券市场则似乎是次要的。

格林斯潘向戈尔断言长期利率主要受通货膨胀预期的影响。如果美联储提高短期利率，就表明当局将会对物价压力保持警惕，其结果将是较低的通货膨胀预期，这反过来应该意味着长期利率会下降。格林斯潘建议的加息对债券市场应该是个利好消息。

在与副总统交换意见两个星期后，1994年2月4日，格林斯潘主持了美联储利率委员会的下一次会议。他建议以小幅加息来阻止通货膨胀，利率增加25个基点，从3%增加至3.25%，高于导致传统股市动荡所带来的不利影响的涨幅。在后来似乎太过自信的评论中，格林斯潘向他的同事讲了投资者的行为方式。他警告说："我关注市场行为很长时间了，我告诉你们，如果我们今天上涨50个基点，我们就很有可能会打击市场。我认为那将是非常不明智的。"

格林斯潘对股市的感觉是正确的。在美联储宣布加息25个基点之后，标准普尔500指数下跌，正是美联储主席想要的那种温和的调整。但事实证明，格林斯潘对债券市场的说法是极其错误的。他对戈尔说，短期利率的升高会减少对通货膨胀的担忧，这在逻辑上将使长期利率降低，但相反，美联储加息25个基点迅速导致了10年期国债利率同样规模的增加，市场暗流涌动。

在准银行之前，格林斯潘的断言可能已经被证明是合理的，但是，新的准银行没有像美联储主席预期的那样关注通货膨胀。在准银行家们看来，美联储近五年来的首次加息导致了不确定性，而不确定性意味着风险。因为即使是债券市场的一点点下降都会毁掉杠杆型对冲基金薄弱的资本基础，仅仅是下降的可能就会迫使他们出售其所持的债券以减少风险，杠杆效应的新逻辑改变了中央银行策略的效果。为回应加息，准银行大量抛售债券，迫使长期利率上升，这和格林斯潘的预期相反。

就在美联储加息一个星期后，2月11日，债券市场受到了另一个冲击。克林顿政府和日本之间的贸易谈判破裂，美国为寻求报复，给出日元要走强的信

号。一周之内，日元对美元上涨了7个百分点，使一些对冲基金措手不及。斯坦利·德鲁肯米勒的量子基金在日元上下了80亿美元的赌注，这个头寸从规模上来说可以和他在英镑上的赌注相媲美。仅仅两天时间，他就损失了6.5亿美元。[①] 根据传统的中央银行的逻辑，这对通货膨胀的预期和债券应该没有影响，但对冲基金的高负债注定了会产生恶性连锁反应。在日元上的损失迫使对冲基金抛售资产、筹集资金，而由于对冲基金持有大量的债券，债券市场让人大吃一惊——在接下来的两个星期内，10年期国债收益率的上升超过0.25%。一个对冲基金什么交易都做的世界是个事物之间的联系无法预料的世界。

下一个受害者是欧洲。那年2月，德国、英国、法国以及比利时的中央银行已经推动短期利率下降，暗示它们并不认为有通货膨胀的风险，因此长期利率的上升没有道理。但在日元的冲击之后，交易员的逻辑再次得到了印证：欧洲的长期利率提高了，在两周的时间内，德国政府的10年期债券收益率上升了37个基点，意大利的上升了58个基点，西班牙的上升了62个基点。对冲基金和银行的内部交易平台在美国国债和日元上有亏损，它们的反应就是抛售欧洲债券，而不考虑欧洲的经济基本面。

一旦对冲基金开始撤离欧洲，恐慌就在所难免。以前愿意随意借钱给准银行家的经纪人突然都发现他们所做的交易是失误的：经纪人不是对每1亿美元的债券只要求有100万美元，而是要求300万或500万美元的"保证金"，以保护一个对冲基金可能无力偿还的危险。为了满足经纪人追加保证金的要求，对冲基金不得不大规模地抛掉所持债券。

> 如果你的负债率是100:1，同时你的经纪人要求400万美元的额外保证金，你就必须卖出4亿美元的债券，而且得快。在对冲基金抛掉债券头寸的时候，抛盘压力会使它们剩余的债券贬值，进而引起经纪人进一步追加保证金。这种令人惊心动魄的连环债务，在经济好时导致了债券市场的泡沫，现在则加快了它的破裂。

---

① 1993年期间，量子基金因为日元对美元的汇率获取了很大的利润，汇率和贸易谈判之间的联系非常敏感。到1994年1月，德鲁肯米勒在日元上的投注已经达到令人咋舌的250亿美元，这不仅显示出他对这笔交易的信心，也显示出自不到两年前在英镑上得手后量子基金的快速增长。虽然这个投资在2月时失败了，幸运的是德鲁肯米勒在1994年1月出售了其大额欧洲债券的投资组合，加上在铜上的投资成功，使他度过了1994年这动荡的一年而没有遭受损失。——作者注

3月1日，大约在日元冲击的两个星期之后，有更坏的消息打击了市场。新的数据显示，美国的通货膨胀已经不只是担心，而是成了威胁；与格林斯潘的观点一致，10年期国债的收益率上升了15个基点。但是，尽管经济逻辑解释了美国的反应，却没有理由可以解释后来发生的事——日本和欧洲的债券市场崩溃了。日本远远没有被通货膨胀激增的预期吓住，反而是在努力解决通货紧缩的威胁，日本的10年利率在3月2日大涨了17个基点。就像经纪人向对冲基金不断追加保证金一样，杠杆效应的逻辑将问题带到了欧洲。为了筹集资金，对冲基金卖掉价值大约600亿美元的欧洲债券，长期利率大幅上涨。

这种疯狂抛售给整个华尔街都造成了巨大损失。善于感觉到其他交易者如何定位的保罗·都铎·琼斯都没有发现欧洲市场的危险，1994年春天，他的基金急剧下跌。商品公司三位成员的另外两个——布鲁斯·科夫勒和路易士·培根也是一样。朱利安·罗伯逊曾在1991年聘用的宏观交易员大卫·格斯坦哈伯当时在经营他自己的火爆基金，结果出人意料地崩溃了。内部交易平台情况也不妙。1994年，高盛经历了那个年代中最糟糕的一年。保险业的亏损估计和它在债券持有上的亏损差不多，因为它得在最近的安德鲁飓风之后进行赔付，一位保险分析师嘲讽地说："我将其称为格林斯潘飓风。"3月2日的几个小时，美国信孚银行处于破产的边缘。纽约证券交易所停牌，纽约联邦储备银行行长威廉·麦克唐纳（William McDonough）给华尔街的顶级银行家打电话，企图让他们恢复信心，最后，信孚银行幸免于难。降低负债率的风波将华尔街的权力机构推向边缘，但还没有推倒——至少这次没有。但是在这次事件中没人比迈克尔·斯坦哈特更惨。

他从中国度假回来就发现美国债券已经卖掉了，他受到轻微损失。而他最大的投注在日本、加拿大，特别是欧洲，在那里他积累了令人咋舌的300亿美元的债券投资组合。他安慰自己，美联储在美国加息不会对国际市场产生太大冲击。但因为降低负债率，每个债券市场都遭受了双重打击。对于斯坦哈特庞大且高负债的投资组合，欧洲利率每上升一个基点，他就得承担1 000万美元的损失。到2月底，他的亏损达到惊人的9亿美元。他的基金下跌了近20%，而且他的麻烦还没有结束。

斯坦哈特不只是错误地估计了市场的走向，也错误地判断了市场的流动性。别忘了，宏观交易的妙处就在于债券和货币市场可以吸入大量资金，比个股可以吸入的资金多得多。在20世纪90年代初期经济好的时候，对冲基金和其他对外交易员可以随意在欧洲债券市场大量建仓，他们买了大约一半的德国政府债券和政府担保债券。但他们之所以建立如此巨大的头寸却未引起价格的反向变动，一个很简单的原因就是他们是逐步建仓的，如果某种债券很难买进，他们完全可以等几天，等下一个机会。但是当股市受到冲击，经纪人通知追加保证金的时候，对冲基金就必须快速卖出，而这也正是其他人也想快速卖出的时候：每个人都急于脱手，流动性消失了，没有人愿意买入。

在以前大宗股票交易的时候，斯坦哈特和经纪人有私交，即使在有严重危机的时候，他也可以依靠他们——他毕竟是一个大客户，经纪人想保住他和自己的生意往来。但是欧洲的债券市场情况不一样，斯坦哈特是在和另一个大陆的经纪人打交道，在那个不同的时区，他寂寂无名。欧洲债券市场的经纪人并不认识斯坦哈特，斯坦哈特也不认识他们。当流动性问题出现时，他们不愿意帮斯坦哈特卖出他的头寸。

坐在他的弓形办公桌前，斯坦哈特盯着七个数据不断更新的计算机屏幕，目睹了他的基金的覆灭。他有种透不过气来的绝望的感觉，自己似乎要被淹死了一样。他吃得很少，睡得也少，他因为他的崩溃而为大家所知，现在他和他的顶级助手私下低声商量事情，因为他的交易员根本无法卖出头寸。交易商似乎认为，如果他们等一等，会有更好的出手机会，但价格一直往下跌。每个人都在寻找买方，但市场上似乎全都是卖方。

> 约翰·拉坦奇奥，斯坦哈特的一位经验丰富的助手，走到该公司的债券交易台。
>
> “卖掉！”拉坦奇奥咆哮着，现在不是等待一个好价钱的时候，“卖掉！”
>
> “我卖不掉！”该交易员断然回答。

看到没有其他选择，斯坦哈特决心不管什么价格都把债券卖掉——即使这折扣比大额股票卖家所给的折扣还大。在3月初连续4天的抛售后，他的交易员抛售掉了10亿美元的欧洲债券。而与此同时，从日本和加拿大市场退出的战

役还在继续，加拿大中央银行会定期提醒他：斯坦哈特的交易员都卖掉了吗？

斯坦哈特落入了一个在新的高负债市场上为人熟知的陷阱，当从事一种交易的人太多的时候，他没有觉察到。**在一个券商的追加保证金就可能迫使杠杆式基金火速卖出的情况下，关键是要小心高负债的人集中的市场。**回顾1994年，斯坦哈特承认了自己的天真："在欧洲债券市场有很多人参与，而我完全忽略了这个事实。"当3月底尘埃落定的时候，斯坦哈特的基金亏损了30%，约13亿美元的资金就这样蒸发了。

在斯坦哈特的屈辱之后，很快又有对冲基金崩溃，这家装备精良的公司叫阿斯金资本管理公司（Askin Capital Management）。公司以经理戴维·阿斯金（David Askin）的名字命名，他于1993年经济繁荣的时候开办了他的公司，建立了25亿美元按揭证券的投资组合。阿斯金没什么实际理财经验，他是一个金融分析师、推销员。但是，他的王牌是德崇证券投资银行部按揭贷款研究的负责人，他可以在任何金融环境下通过按揭贷款赚钱。阿斯金声称要在分析一笔抵押贷款提前归还的可能性上占到优势。

> 有很高的提前还款风险的抵押贷款从逻辑上来说其价值要低于只是按期还款的抵押贷款的价值，因为提前还款会剥夺掉投资者期望的收入流。此外，华尔街正忙着将抵押贷款分成各种新奇的投资工具。贷款的利息部分和本金部分被分为两种不同的"公债"：如果置业者迅速提前还款，分割利息公债（IOs）将亏损，而对分割本金公债（POs）则有好处；如果还款跟不上，情况则会相反。

阿斯金涉足分割利息公债、分割本金公债、反分割利息公债、反分割本金公债，甚至包括有名的新工具"反分割利息公债远期"。对于一个搞定了提前还款风险的公司来说，机会是无穷的。

阿斯金的这张王牌引来了一些很有名的人，他的投资者包括保险业巨头美国国际集团，以及诸如洛克菲勒基金会之类的慈善机构。但在对冲基金的历史上，推销具有欺骗性已经不是第一次了。阿斯金宣称他的基金是"市场中性"，无论债券市场走高还是走低都能赚钱，但事实是阿斯金本人一点也不知道他的聪明的投资在危机中会如何。他声称他会使用复杂的模型来分析提前还款

的风险，并说他的私有软件在自己的电脑中，但是，没有这样的模型存在。

当美联储在2月份提高利率时，阿斯金的基金价值开始下降。激增的长期利率提高了按揭贷款的成本，消除了业主进行再融资的动机，现有抵押贷款的提前还款减少，所以其持续时间像口香糖一样拉长。尽管他声称市场中性，但阿斯金实际上很受时间变化的影响。事实上，对于任何长期利率的提高，他的投资组合的下跌会比普通债券多5倍。

> 起初阿斯金用误报来掩盖这一发现。但是，公司内部的一次反抗强迫他说实话，在3月25日的那个周五，他承认他的基金在2月下降了20%。此外，3月23日，墨西哥总统候选人被暗杀加剧了债券市场的恐慌，投资者的反应是抛售墨西哥债券，然后抛售所有新兴市场的债券，再抛售发达国家的债券，因为他们努力重新平衡其投资组合。对于阿斯金，这是最后一根稻草。而利率再次攀升必然导致了他3月份的情况非常糟糕。

3月28日那个星期一的上午，经纪人开始向阿斯金追加保证金。贝尔斯登公司要求追加2 000万美元；基德-皮博迪要追加4 100万美元；就在那天下午贝尔斯登公司调升至5 000万美元。第二天，所罗门兄弟公司、雷曼兄弟公司以及其他一些债权人聚在一起，阿斯金马上就发现他将不得不出售其投资组合的很大一部分来满足债权人。

基德抵押的一伙交易人成为阿斯金处所的不速之客，他们要求查他的账；他们通宵工作，想要为阿斯金的基金找出一个公允的价格，但是他们很快就面临一个问题。如果阿斯金曾经完全拥有自己的投资组合，基德可以竞价，给阿斯金现金以赶走其他债权人。但阿斯金的头寸已作为抵押品抵押给了数十名债权人，其所有权不能轻易分拆。这又是一个关于杠杆效应的教训，后来一直困扰着对冲基金，它不仅可以导致基金崩溃，还可以让它死得不明不白。

3月30日的那个星期三，恶性循环仍在继续。经纪人要求追加的保证金更多，急于在其他债权人之前拿到阿斯金的现金。一家拥有阿斯金的分支基金之一的名为Unigestion的瑞士投资管理公司下令阿斯金清盘；阿斯金联系了18家交易商，但大部分都出价太低，没有什么用处。阿斯金的两个头寸，包括令人难以置信的“反分割利息公债远期”，根本就没有人出价。在另一种关于将来麻

烦的不祥预感中，这些工具的复杂性使他们无法出售。华尔街没有人知道如何给它们定价。

就在那个周三的下午 3:45，贝尔斯登公司表示愿意用区区 500 万美元购买阿斯金的投资组合。像要试图一次搞定这个对手一样，贝尔斯登公司要求阿斯金在 15 分钟内给出答复。阿斯金含糊其辞，要求再给 15 分钟，然后拒绝了：他不想自己拱手相让，便宜他的对手。现在经纪人已经放弃了通过谈判出售资产的幻想，开始占有他们所拥有的任何抵押品，通过抛售更多的国债来对冲他们新持有的头寸。不可避免地，债券市场再次出现反复，直到阿斯金基金的剩余部分被瓜分。

债券市场的恐慌曾席卷美国市场和外国市场，也席卷了国债和按揭贷款债券，现在已经到了政府高层。

> 1994 年 3 月 31 日上午，就在阿斯金的经纪人拼命抛售国债的时候，克林顿结束了他在加利福尼亚州的度假。他曾从他的顾问那里学到带着一份特殊的敬畏去看债券市场。前一年他的顾问提出增税，理由是联邦预算赤字减少将减少政府对资本的需求，这反过来又会降低债券利率。克林顿不喜欢这个说法，他的第一反应是声讨“一堆该死的债券交易员的过度权力”。但他的顾问们极力争取，而且因为克林顿在 1993 年债券市场泡沫时增税之后，市场利率就随之下降，顾问说的似乎是正确的。而 1994 年初债券市场的崩溃是个很大的冲击——利率再次上涨，克林顿的经济学家看上去并没有多高明。

克林顿打电话给鲍勃·鲁宾（Bob Rubin），他以前是高盛的主管，现在在白宫担任经济顾问。鲁宾比任何人都想说服克林顿相信他的加税会在债券市场得到回报，而总统想知道现在是怎么回事。

鲁宾大约花了半个小时的时间吃力地解释为什么长期利率飙升。他承认，增长或通货膨胀的趋势无法提供答案，债券市场的行为有了新的方式，华尔街改变的速度比任何人看到的都快。美联储刚刚加了两次息，2 月初是 25 个基点，3 月也是一样，但债券却急速下跌，这是近十几年来下降幅度最大的一次。似乎没有人知道到底发生了什么事：联邦储备委员会主席不知道，像迈克尔·斯坦哈特之类的对冲基金权威不知道，甚至鲁宾也不知道。

总统打完了电话，走出去面对一群一直跟着他的记者。他辩护道："没有人相信美国经济存在着严重的问题，我们会采取措施进行一些矫正，但是大家不需要过度反应。"

凭着后见之明的好处，总统的借口减小了这一代人对金融恐慌的正常反应。债券市场对克林顿的智囊团提出了置疑，对市场反应也提出了置疑，就连日本的贸易谈判和墨西哥的刺杀这种原本毫无关联的两件事都因为杠杆效应的影响以一种可怕的方式联系在了一起。但面对这种异常的连锁反应，总统能做的最好的就是呼吁冷静，并采取措施以应对对冲基金提出的挑战。总统说："大家不需要过度反应"，但事实是，在新的杠杆效应的环境下，过度反应是必然的。杠杆作用的重点，即这个词的真正定义，就是投资者以放大的方式感受经济波动。他们被迫谨小慎微，而过度反应是不得已的。

鲁宾说华尔街有了根本性的变化是正确的。由于杠杆效应放大了投资者的购买力，债券的市场规模已经发生了变化。

> 1981 年，根据证券数据公司（Securities Data Co.）的数据，新公开发行的债券及票据（不包括国库券）总计为 960 亿美元。到 1993 年，这个数字增长了 13 倍，达到 12 700 亿美元。市场正慢慢变得更为复杂，也更大了：尽管阿斯金夸大了他的分析能力，但在他们设计令人惊叹的证券品种的时候，其他华尔街的公司正在聘请物理学家，并给他们配备超级计算机。难怪政府影响市场，甚至了解市场的能力正逐渐减退。

正如货币市场的深入发展破坏了中央银行干预成功的能力，就像英国 1992 年发现的那样，债券市场的深入发展也削弱了政府预计长期利率的变化的能力，更不用说控制它们了。

决策者对这一新的环境的反应可以有两个方向，**第一个和货币政策有关**。美联储主席不得不承认债券市场对于本来认为是温和的加息的反应让人震惊，在这场混乱持续大约 3 个星期后的 2 月 28 日，美联储的利率委员会召开了电话会议，格林斯潘发表了上述观点。[①] 普林斯顿大学教授、在 6 月成为美联储

① 格林斯潘直截了当地说："影响比我们预期的要大。"——作者注

副主席的阿兰·布林德（Alan Blinder）抱怨债券市场反复无常的行为，谴责了"穿着黄色吊带裤的27岁的人"的夸张影响力。美联储的领导们认识到，他们在反对一个他们几乎无法理解的现象，那么他们应该从中得出什么样的结论呢？

美联储决定重新定义反通货膨胀的任务。它按常规设置了一个以保持物价稳定为目的的利率，但是，1994年的债券市场崩溃表明应该关注资产价格的稳定问题。如果债券市场到了停牌的地步，就像1993年那样，这是不是应该被视为一个信贷太过便宜的信号，是不是到了提高利率以挤掉泡沫的时候？因为美联储是以通货膨胀为目标，而不是债券市场，这使得泡沫扩大。但接着斯坦哈特崩溃了；阿斯金崩溃了；美国证券的价值蒸发超过6 000亿美元，还有9 000亿美元左右的财富在外国债券市场被毁掉，上调利率真的能减轻这种大屠杀吗？

在接下来的十年中，格林斯潘反复地使用货币政策以挤掉泡沫，但最终发现这不是个好办法。美联储主席坚持说，泡沫在破裂之前很难发现，事后清理比事前刺破它们更容易。另外，中央银行将被迫大幅提高利率来压制资产价格，放弃增长的成本将超过比较稳定的市场所带来的收益。在接下来的几年里，这个判断似乎是正确的。但2005年左右巨大的信用泡沫之后，事实证明，事后清理的代价是惨重的。制定货币政策的时候应该考虑资产泡沫，市场出现泡沫的时候应该要求金融家们降低负债率终于被证明是正确的。

第二个可能的反应和监管政策有关。1994年负债率的降低已经表明了对冲基金和杠杆效应给金融体系带来的更普遍的风险。传奇的投资银行委托数十亿美元给商人，有些在对冲基金内部，有些在银行的内部交易平台：如果商人破产，并将银行和他们一起拉下水会怎么样？阿斯金的崩溃表明了不透明的、规模相对较小的对冲基金会怎样给他的三大主要经纪人——基德-皮博迪、贝尔斯登公司和DLJ投资公司（Donaldson, Lufkin & Jenrette）——带来5亿美元的亏损。如果一个小型的对冲基金都可能造成这样的损害，大的对冲基金会怎么样呢？阿斯金确实是一个警告。

随着债券市场的崩溃，许多监管者提出了这类问题。3月7日和8日，对冲基金对市场的影响在中央银行行长齐聚的巴塞尔会议上成为首要话题。在华盛顿的一个叫总统金融市场工作小组（The President's Working Group on Financial Markets）的政府委员会开始对对冲基金和杠杆效应的危险性进行广泛研究。

众议院金融服务委员会主席亨利·冈萨雷斯（Henry Gonzales）怒吼道："对冲基金需要进行更多的审查。"所有的迹象都表明政府将加强监管。《商业周刊》引用了最近的一篇题为《对冲基金危机》的市场评论，大声谴责："对冲基金是离群猛兽：它负债率过高，又缺乏监管，并会扰乱市场。"

在这种疯狂的气氛之下，冈萨雷斯宣布金融服务委员会将就对冲基金举行听证会。《华盛顿邮报》很有信心地报道说，这将使得监管大力加强。但是，大家不知道的是，反击正在形成。曾帮助索罗斯完成英镑行动的经济学家罗伯特·约翰逊曾经在参议院银行委员会工作，他当时的助理研究员现在是冈萨雷斯的办公室主任。当约翰逊听说冈萨雷斯呼吁严厉打击对冲基金后，他感觉这是个反击的机会：冈萨雷斯和其他立法者根本不知道它干了什么就说这个行业的坏话，约翰逊觉得是揭露他们这种虚张声势的做法的时候了——迫使他们具体说明他们会怎么做，来使对冲基金更安全。因此，约翰逊打电话给他的前助理研究员，并劝他组织听证会。约翰逊认定听证会只是让监管机构冷静下来，而不是加强监管。

搞定立法者后，约翰逊开始忙索罗斯的事情。约翰逊告诉他的老板，除非他对立法者们做些对冲基金的指导，否则一个监管性反弹是肯定的。普通美国人怀疑对冲基金，因为他们不明白其作用；他们担心"晚上睡觉的时候，这个玩偶就会跳出匣子侵吞他们的净资产，而他的名字叫乔治·索罗斯"。约翰逊建议："你必须解除这种神秘感。"假如这是一种更好的交际战略，专业投资者没有理由遭到记恨。毕竟，巴菲特被奉为民间英雄。

4月13日，当众议院召开听证会的时候，一些监管领导人在第一小组前作证。很快就发现，监管机构对如何阻止自身难保的对冲基金对其债权人不利并没有具体的想法，那么在没有具体行动计划的情况下，他们就会采取另一方案——断言没必要采取行动。

美国通货监理官尤金·路德维格（Eugene Ludwig）坚持认为，对冲基金几乎没有威胁到银行体系：只有8个全国性的银行借钱给对冲基金，其中大部分都有贷款抵押担保，而且路德维格的办公室有人专职审查这8家银行。美联储理事约翰·拉韦尔（John Laware）和冈

萨雷斯说的也一样：美联储的银行监管机构并没有为对冲基金带来的风险而睡不着。当众议员梅尔未·瓦特（Melvin Watt）问如果大型对冲基金崩溃会怎么样时，与会人员向他保证银行和经纪公司不会有事——它们也不会愚蠢到过度向对冲基金放贷以至于危及自己。

当第二次听证会召开的时候，唯一的见证人就是乔治·索罗斯。约翰逊的预测都被证明是完全正确的：因为要求召开听证会，众议院的工作人员不得不给索罗斯准备一些问题，而正是这个过程告诉他们，他们缺乏积极对付他的坚实基础。从听证会开始起，新的论调就表现出来了。冈萨雷斯邀请众议员汤姆·兰托斯（Tom Lantos）介绍他的匈牙利同胞，教众议员们他的名字如何发音："Shurush。"冈萨雷斯试了试，自己听起来都很搞笑。

索罗斯发表了一个关于自反性的演讲，他抓住这个机会宣传他的书，然后温文尔雅地解释了为什么对冲基金不应该是监管的目标：索罗斯承认杠杆效应可以破坏市场的稳定，但杠杆限制不应该仅仅针对对冲基金，而是对一系列的金融参与者，首先就是大型券商。

当然，如果这个建议被采纳，整个金融体系的负债率就能得到控制，下一个年代的金融历史就可能会改写。但是，在着力于解除对冲基金所带来的威胁的时候，立法者并没有留意索罗斯的警告。有几个糊涂的立法者要索罗斯解释到底什么是对冲基金。索罗斯痛惜地说："现在，这个词已经被滥用了。我的那种对冲基金和最近清算的对冲基金之间没什么共同点，就像刺猬和夏天拆掉篱笆的人之间没什么共同点一样。"他在暗指阿斯金的玩火自焚。

因此，对加强监管的要求最终以失败告终。克林顿政府官员，包括未来的财政部长鲍勃·鲁宾和劳伦斯·萨默斯，参加了对冲基金监管方案的讨论，但没有推动其实施。纽约联邦储备银行行长威廉·麦克唐纳曾在3月那个疯狂的日子拿着手机拯救美国信孚银行，之后他没有采取任何行动去遏制那个助长了恐慌的杠杆效应。对阿斯金失败的反省表明，尽管有那些向众议员瓦特的保证，但银行确实在阿斯金的事情上太过草率。但是，这个时代最明显的错误也许在于没有采取措施迫使银行审慎，其结果就是，当长期资本管理公司在4年后崩溃时，随之而来的危机使1994年也相形见绌。

对于迈克尔·斯坦哈特的基金来说，1994年的损失是致命的。斯坦哈特有

退休的想法已经很多年了，他早在1987年就告诉《机构投资者》杂志说："我不觉得我做的事情有多高尚，让富人更富的想法不是我内心深处最想要的。"在经历债券市场崩溃的屈辱后，斯坦哈特决心退出。

对那些当时为斯坦哈特工作的人来说，很明显，他的精神崩溃了。他害怕承担风险，而且他的脾气从坏变为可怕。他可以在午餐时间解聘一个员工，第二天又邀请他回来；他可以在开着内部通话系统的时候尖叫，使他的令人害怕的咒骂传到办公室的每一个角落。斯坦哈特撑过了1995年，他的回报率达到了27%，这个回报率出乎意料地不错，将他的损失弥补回7亿美元。[①] 他的荣誉因此得以恢复，他宣布了他传闻已久的退休。斯坦哈特的离开是对冲基金历史的一个分水岭：作为一个做了27年交易的奇才、三巨头之一退出了这个行业。

> 1967年投资于斯坦哈特的1美元在他关闭公司的那天已经值481美元，而如果将其投到标准普尔500指数能值19美元，斯坦哈特比这个数整整高25倍。1994年的崩溃使斯坦哈特的基金损失了15亿美元，这个数字很惊人，但他1991—1993年间的收入是这个数的两倍还多，而且在他的职业生涯中，其他时候回报率都不错。斯坦哈特表示："我给我的投资者和我自己都赚到了比我孩提时代能想象的更多的钱。"他退休将使他有更多的时间与玛莎（Martha）跳舞，玛莎是在他乡下的房子养的一只优雅的蓝色仙鹤，它会和他一起跳优美的加沃特舞——这是华尔街之外的生活。

对于那些还留在那里的人来说，他们的问题是1994年对对冲基金行业意味着什么。即使监管者倾向于不强烈的监管，客户可能也不这么看。到1994年9月，投资者已经从对冲基金抽回了约9亿美元，而且撤资远未结束。财经杂志愤慨地指出对冲基金实际上并不套期保值，《福布斯》杂志已经不止第一次地宣布"对冲基金的狂欢结束了"。太过高估了货币和债券的流动性的宏观对冲基金主动把钱退还给了他们的客户，而不是等着客户来要。保罗·都铎·琼斯退还了资金的三分之一给他的投资者，而布鲁斯·科夫勒在1995年6月决定退回资金的三分之二，都说到了因资本过多而导致的进出市场的困难。科夫勒宣布后一

① 当时新闻报道说1995年的收入是5亿美元。然而，斯坦哈特的记录显示回报率是26.8%，资产为27亿美元，这意味利润是7亿美元出头。——作者注

个月，索罗斯写了一封信给量子基金的投资者，同样抱怨规模的问题最近令人失望。宏观投资现在被诽称为“杠杆式定向投机”。

在20世纪70年代初，一次类似的反弹让对冲基金沉寂了一段时间。但到了20世纪90年代中期，这个行业比以前有了更强的恢复能力：除了斯坦哈特外，其他著名的基金虽被迫缩小，但业务仍在开展。一些规模较小的参与者运用了各种各样的投资方式，而其中一些方式被证明在危机中很容易恢复。有的基金赌公司合并，有的基金给濒临破产的企业提供资金，还有基于计算机模型的基金在类似的金融工具中套取利差。

> 一项调查发现，在1994年第一季度中对冲基金的平均跌幅出乎意料的温和，只有2.2%，比一般的权益共同基金3.3%的跌幅要小。另一项调查发现，对冲基金在过去5年比标准普尔500指数的收益率还高，而且波动要小得多。

因此，在1994年的债券市场危机之后，对对冲基金有两个论断。监管者不得不面对令人担忧的这个行业问题，但缺少一个关于怎么做才好的理论，他们最终选择了寻找其他途径。同时机构投资者得出了一个关键的结论：尽管有1994年的风暴，但对冲基金承诺的风险调整回报率简直无法抗拒。从某种意义上说，这两个论断是一致的。由于市场不完全有效，对冲基金和市场的其他创新都提出了难题：他们是一个不稳定的游戏的一部分，可以严重破坏世界经济。但是，同样的道理，市场的低效可以让对冲基金做得很好，投资者将排队等着加入它们。



MORE MONEY THAN GOD 第9章

是嗜血的金融大鳄，还是悲悯的救赎者

为了打造矿业城市诺里尔斯克，斯大林借助于奴役。他的秘密警察捏造罪名拘留了数百名工程师，将他们送到北极的西伯利亚，那里没有树木，没有植物，也没有蔬菜，也许有20万犯人或政治犯，在城市建设和采矿的过程中死去。多年后，年年融化的积雪还继续冲刷着斯大林时期受害者的头骨和遗骸。到了20世纪90年代中期，大约有26万居民挤在这个荒芜的地方，和零下40摄氏度的严寒以及从一个像狄更斯所描写的冶炼厂里大量冒出的硫磺烟雾做斗争，在北极有整整五个月见不到太阳。一位居民对来访的人说："时间一直在流逝，但我们还在这里。"

从地理上和心理上来看，很难想象一个脱离曼哈顿快节奏的交易场所的环境。但在1990年，保罗·都铎·琼斯和其他一些对冲基金经理就在这附近的保娜伊河（Ponoi）的一个捕鱼露营地度假，他们在这个北极荒芜人烟的地方狂欢，和强有力的鲑鱼斗智。基于富有的人有时产生的直觉，他们决定，既然他们这么喜欢这个营地，就应该把它买下来。当他们去和省政府协商捕鱼权的时候，他们听到的一个故事引起了他们的注意。

> 在赫尔辛基表面上关于渔业的一次会议上，一名俄罗斯官员提到诺里尔斯克，感叹说前苏联煤矿的脆弱基础设施正处在崩溃的边缘。朱利安·罗伯逊老虎基金的前合伙人索普·麦肯齐本来在代表对冲基金渔民的利益进行协商，听到这里竖起了耳朵：诺里尔斯克的矿井含有

世界上超过一半的钯，如果这个产品开采量不足会产生全球性后果。

麦肯齐在接下来的数年里每年都回保娜伊河，他把俄罗斯官员请到捕鱼营地，追问有关矿产及其前景的信息。他研究了钯金属的市场结构，发现这种金属有三个主要用途：牙科，对此的需求基本稳定；汽车的催化式排气净化器，因为对环境的监管，这个行业对此的需求在增长；还有就是手机，一个看上去还有些前景的新市场。除了诺里尔斯克，钯的其他主要供应地是在非洲，而非洲也面临基础设施的挑战。掌握了这些情况，麦肯齐的结论是，对钯的需求增长将超过其不稳定的供给。他自己买了一些这种金属，并将消息告诉了朱利安·罗伯逊。到1994年，老虎基金买了价值400亿美元的钯，一个年轻的老虎基金的商品专家德怀特·安德森（Dwight Anderson）被派去那里调查。

安德森是罗伯逊雇用的精力充沛的年轻人中的一个，在这个任务中，强烈的冒险欲望发挥了作用。他飞往莫斯科——当时西方的投机性交易者正在将它变成一个快节奏的城市，然后登上前苏联民用航空总局的一架古旧的飞机飞往西伯利亚。当他在11月一个阴冷的日子抵达笼罩在昏暗光线里的诺里尔斯克时，他看到了散落在机场的失事飞机的残骸，显然有些零件被取下来，以保证另外的飞行正常飞行。安德森咬紧牙关，尽量不去想他回去时的飞行安全。但是，当他第二天参观了诺里尔斯克的矿后，他被它良好的运作情况震惊了。

安德森见到过许多矿，但是这次的不同。这根本不像在阿巴拉契亚山（Appalachian）的煤矿，下去的时候都弓着身子；它也不像美国西部的露天矿，或是南部非洲的很深的矿井。

> 西伯利亚的采矿方法是真正的前苏联风格：你可以开着卡车进到底下，在让人晕头转向的巨大的洞里穿行。发掘的规模超过了任何必要的采矿规模，但这种过剩是一件好事。如果一个隧道或运输系统出了问题，还会有很多其他办法将矿石运出去；如果一个机械钻头坏了，手边就有两个废弃不用的，它们可以提供一些零件，就像机场被遗弃的飞机一样。

诺里尔斯克的庞大规模使它得以持续运行，安德森很快得出结论，那个说生产要崩溃的故事被故意夸大了——当地官员知道崩溃的传言会推高钯的价格，由于他们都能从矿产销售中得到好处，他们抓住每一个机会向来访的外国人说

生产即将崩溃。

但是，安德森可以看到别的什么可能崩溃。在俄罗斯与各方人士建立联系的过程中，他确定俄罗斯人卖出的钯比开采的多：他们从前苏联废弃的军事装备中找出这种金属，然后出售。这种行为迟早无法持续，安德森估计大约在2000年，就再也没有武器被拆除，钯的价格就会直线上升。因此，基于安德森的调查，老虎基金坚守钯的头寸，尽管背后的原因已经变了。这个头寸在接下来的三年都是亏损，但随后，我们将会看到，事情开始变得有意思起来。

老虎基金在西伯利亚的尝试是一个更大的动作的一部分。20世纪90年代初，世界经济中封闭国家的大门对西方资本敞开，对冲基金抓住了这个机会。

> 1990年以前，西方人是不能进入科拉半岛的，无论是捕鱼或察看矿产；同样，在1990年以前，东亚和东欧国家只允许很小规模的外资进入其股票和债券市场，规模小得在任何情况下都抓不住什么机会。但1990年后，当索普·麦肯齐率领他的第一批垂钓者来到西伯利亚，新兴市场开始进入繁荣时期。发展中国家的债券发行量在一年内从400亿美元左右上升到1 000亿美元，而且这种迅猛的增长势头在那个年代剩余的时间里一直持续。

传统的资产管理公司只是逐步开始投资于周边的经济体，但对冲基金出手迅速。到20世纪90年代初，他们买了大量像秘鲁这些国家的债券，并得到了丰厚的利润。1992年，索罗斯和德鲁肯米勒推出了一只名为量子新兴增长（Quantum Emerging Growth）的新基金，以利用这一新领域的优势。第二年，路易士·培根的摩尔资本也依此设立了一个专门投资新兴市场的工具。

从发展中国家的角度来看，这个新秩序有很多好的地方。对冲基金在别人不愿意的情况下愿意提供资金；一旦对冲基金开了这个头，其他西方资产管理公司最终也会跟着来；而且因为外国人总的来说对选择给哪些公司提供资金比较老练，他们的出现常常会提高经济的资产质量以及数量。

但是，对冲基金在全球的蔓延也带来了风险。对冲基金可以提供资金给新兴经济体，使它们的经济增长速度加快几年，但它们也可以抽出资金，打击其

经济增长。就像英国政府在 1992 年以及格林斯潘两年后的发现一样，深入、迅速增长的资本市场可能会对货币和利率不利，打破一个经济体的政治家能主宰其国家命运的幻想。如果在富裕国家都是这样，在脆弱的新兴经济体里就更没错。截至 1994 年底，墨西哥在一次全面的货币危机中屈服。而事实证明，墨西哥的问题只是一个大得多的事件的预演——一个很大程度上是由索罗斯基金管理公司策划的大事件。

在英镑交易之后的几年里，斯坦利·德鲁肯米勒给量子基金带来了更多的利润。

> 1993 年，在债券市场的黄金时期，量子基金上涨了 63%；第二年，尽管债券市场崩溃，它仍然取得了 4% 的收益；1995 年又回到了快速增长时期，回报率达到 39%。

但这些年里，德鲁肯米勒与索罗斯就他们的对冲基金的规模问题开始了长期争论。英镑交易表明，大规模可能是压倒政府的武器，但它也表明量子基金过于庞大。

> 索罗斯和德鲁肯米勒曾认为，由于其基金的规模，他们应该出售价值 150 亿美元的英镑，但他们只能够出售 100 亿美元；这就是说，如果他们的基金规模小三分之一，他们就会以实际出售的数量——100 亿美元为目标，由此产生的基于资金规模的收益率就要高出三分之一。

对于德鲁肯米勒来说，杰出的业绩数字是主要目标：他的收入和这个数字息息相关，他的自我形象也全在于此。另一方面，对索罗斯来说，他的考虑不一样。公司规模和回报率的大小对他的自我形象同样重要：拥有一个全球性的公司使他成为全球性的玩家，这可以提升他的著作和慈善事业的形象。索罗斯以唯一有自己的外交政策的个人而出名，他陶醉于连著名的政治家都争先恐后地要去他的办公室的事实。

> 有一天，索罗斯的一名员工听到老板告诉德鲁肯米勒说亨利·基辛格要来。
>
> “你想和他说话么？”索罗斯问德鲁肯米勒。
>
> “他知道什么消息不？”德鲁肯米勒反问，用一种对此很不屑的语气。

“噢，是的，”索罗斯回答说，他找到了一个吹嘘他的政治关系，又好像不畏惧基辛格权力的机会，“我不喜欢他，但是他确实知道一些事。”

索罗斯和德鲁肯米勒达成了关于他们的对冲基金规模的协议。索罗斯基金管理公司将继续集聚资产，但这些资产不会流入量子基金。到1996年，刚刚超过5亿美元的索罗斯基金管理公司新增了另外三只基金：量子新兴增长基金、类星体基金（Quasar，由外部对冲基金经理投资）以及配额基金（Quata，由一名神秘的驻守伦敦的宏观交易员尼古拉斯·罗迪提 [Nick Roditi] 管理）。要运行这些新公司，索罗斯聘请了新的人才，包括普林斯顿大学的经济学家阿米尼奥·弗拉加（Arminio Fraga）。他们两人在1993年初次见面时，巴西人弗拉加刚刚辞掉巴西中央银行行长的工作，几天之内，索罗斯就邀请他成为自己的合伙人。

“斯坦利，我聘请了这个家伙。”他轻描淡写地告诉德鲁肯米勒。

德鲁肯米勒看着弗拉加——这个瘦小的、礼貌的、有学术风度的人，这是他考虑“如果我不能选择和谁一起搭档，那么我该怎么管理这只基金”这个问题的时刻之一，但他没有泄露这种想法。

“行，”他说，“让我们看看他能带来什么好处。”

在索罗斯公司的未来4年里，弗拉加对对冲基金起到了很好的作用：向传统的投资者回避的新兴经济体提供融资。他买了像巴西和委内瑞拉之类的拉美大国的债券；他涉足了摩洛哥贷款之类的另类投资；他买了巴西公用事业的股票，那些股票以国际标准来看便宜得不可思议。然后，1996年底，弗拉加参加了由国际货币基金组织的二把手——斯坦利·费希尔（Stanley Fischer）组织的一次会议。会议气氛总体很乐观：墨西哥的货币已经走出了危机，新兴市场蓬勃发展。不过还是有人问费希尔：“你认为谁是下一个墨西哥？”

“我不知道是不是还有下一个墨西哥，”费希尔回答，“但我确实看到在亚洲的一些不平衡，研究它们可能会很有意思。”

弗拉加后来回忆说，这一评论“让我心里燃起了一些希望”。几个星期之后，弗拉加看到了一份国际货币基金组织和美联储合写的文章，题目是《双重危机》（*The Twin Crises*），文章十分详细地阐释了货币崩溃和银行体系的崩溃是如何相互影响的。回想起费希尔的那个评论，弗拉加去找德鲁肯米勒。

“你介意我去亚洲看看是怎么回事吗？”弗拉加问他。

“没问题，”他回答，“去吧。”

1997年1月，弗拉加到了泰国。在拜访了当地官员、公司高管和经济学家后，他很快就发现这个国家正符合国际货币基金组织和美联储合写的文章里所说的“双重危机”的模式。

> 泰国的出口受到中国——低成本竞争对手的打击，更糟糕的是泰国的货币与强势美元为主的一揽子货币挂钩，这更加削弱了它在世界市场中的竞争力。因此，泰国有着巨额贸易赤字，但它拒绝对此进行调整：这个国家没有放弃与美元的联系，以允许货币贬值来恢复竞争力，而是让消费多于其生产的产品，用外国人的钱来付这个差额。这样的安排让这个国家有很大的风险。如果外国人不想再借款给泰国，这个国家就不得不出口足以弥补其进口费用以及偿还外债的量，而为了促进出口减少进口，泰铢将不得不下降——急剧下降。

弗拉加在泰国实情调查期间，外国人资助泰国的意愿已经越来越弱了。1996年，泰国的一家大银行倒闭，让人对贷款给这个国家是否明智产生了怀疑。泰国中央银行降低了利率，以防止给更多的银行带来麻烦，但是这又减少了外国债权人借款的回报，从而给了他们另一个去做别的投资的理由。脆弱的银行和对外国资本的依赖正像国际货币基金组织和美联储的那篇文章所描述的一样加在了一起，对弗拉加来说，很明显这种相互影响可能变成恶性循环。**如果外国资金撤出使得泰铢贬值，银行将从摇摇欲坠变成直接崩溃。**外国对泰国的贷款大部分是用美元计价，这些钱流入房地产和其他一些项目，而产生的收入是以泰铢计价的。如果美元对泰铢上涨，这些债务就不可能还得起。

其导火索出现在弗拉加去视察泰国银行的时候。弗拉加连同索罗斯的亚洲股市研究专家大卫·科维茨（David Kowitz）以及在中国香港工作的经济学家罗德尼·琼斯（Rodney Jones）一起，获许会见中央银行二级官员。借鉴他作为巴西中央银行行长的经验，弗拉加提供了一些关于泰国所面临的困境的想法：一方面，政府决心保护货币汇率，这得维持高利率以吸引到资金；另一方面，泰国有贸易赤字和不稳定的银行系统，这使得货币贬值和较低的利率具有吸引力。

弗拉加的巴西背景使他不温不火，似乎更像是一个和善的新兴市场的人，而不是华尔街危险的掠夺者。因此，这位官员看着弗拉加，给了他一个一看就很诚实直白的回答。他简单地说，直到现在，泰国已接受任何被证明可以保持其汇率在指定范围内的利率，但现在重点可能要转变了。鉴于银行的麻烦越来越多，降低利率可能比保持汇率水平更加重要。

其实，这位官员提供了一个赚大钱的机会。他承认，泰国的货币挂钩是不可持续的，这意味着做空泰铢是显而易见的事情。弗拉加和他的同事几乎可以想象一个装满了钱的手提箱，从接缝中就有钱掉出来，但为了拿到这笔钱，他们得假装没有注意到。如果他们的东道主意识到了他的这个评论的影响力，他可能会抢回手提箱：中央银行可能上调利率，提高借款做空泰铢的成本，或者可能会采取一些行政手段打击外国投机者。弗拉加一向礼貌、内敛，对那个泰国官员和气地点点头，让讨论继续下去。过了一会儿，大卫·科维茨不动声色地将谈话引了回去。

> “对不起，这个我没有理解，”他谦虚地说，“您能不能重复一下您几分钟前说的话，以确保我的理解是正确的？”
>
> 该官员重申了他的言论，索罗斯的这几个人得到了他们想要的。泰国中央银行的副行长告诉他们，他知道计划破产了：他已经承认并重申了自己的无能为力。无论官方声明怎么保证泰国将坚持盯住汇率，泰铢的贬值只是个时间问题了。

在韩国逗留之后，弗拉加回到纽约，并报告给德鲁肯米勒。他听了弗拉加的故事，迅速批准了交易，在1月下旬的数天之内，索罗斯的团队卖空了价值约为20亿美元的泰铢。这种卖出既是对危机的预测，也是可能引发危机的导火索：为了抵御来自德鲁肯米勒和弗拉加对泰铢的压力，政府出售了其越来越少的外汇储备的一大部分，并将利率提高了3个百分点，鉴于泰国银行已经摇摇欲坠，这个加息幅度是难以为继的。但这个加息来得太晚，已经吓不走掠夺者了。索罗斯的小组已经借了6个月期的泰铢贷款，并将贷款锁定在政府加息前的低利率，他们的头寸万无一失，德鲁肯米勒和弗拉加可以等到7月底那件不可避免的事情发生。

在接下来的几个月乃至几年中，关于对冲基金是否加速了亚洲金融危机产

生了激烈的争论。我们之后会说到这个问题，但目前，一个相反的观点很突出：为什么德鲁肯米勒和弗拉加不做得更彻底一些，迫使泰国货币贬值？早在1992年，索罗斯小组出售了价值100亿美元的英镑，约为公司资本的2.5倍。但投资在泰铢上的20亿美元只是他们资本的五分之一，这只是德鲁肯米勒有能力出售的一小部分而已。通过重新利用他之前用的杠杆效应，德鲁肯米勒可以另外卖出230亿美元左右的泰铢，迅速增加索罗斯基金的回报，并消耗掉泰国中央银行持有的外汇储备的绝大部分，这会使它的储备枯竭，泰国将很可能在几天内投降，快速、巨大的利润对德鲁肯米勒来说显然唾手可得。但他为什么不抓住呢？

按照普遍的想法，索罗斯的团队是极其残忍的。但事实是，它对积极投机新兴市场的胃口有限。

> 索罗斯本人对投机就很矛盾——他喜欢说市场像破碎机一样摆动，毁坏经济．而不是像钟摆一样摆动。德鲁肯米勒更清楚他的目的，但他的重点并非泰国：他接受弗拉加和他的小组的意见，而缺乏当完全掌控一笔交易时所拥有的强烈的坚定信念。索罗斯基金公司基层有复杂的情绪：驻中国香港的经济学家罗德尼·琼斯对在发展中国家投机的道德准则问题提出过质疑：如果货币崩溃，数以百万计的无辜的人将被迫陷入极度贫困。早在1992年，索罗斯就曾敦促德鲁肯米勒“全力以赴”。但是1997年在泰国，索罗斯小组的一些成员感觉放不开手脚。

在泰国的讨论之后，琼斯决定以自己的方式做自己想做的事，在泰铢崩溃后出版的一本书中，索罗斯也给他的做法做了一个同样的辩护。这个辩护归结为一个简单的想法：如果投机起到预警的作用，而不是起到打击的作用的话，是会让贫穷社会受益的。

> 投机起到的好的作用是提醒各国政府变革的需要，就泰国的情况来说，就是泰铢必须贬值。这种信号对普通人来说可以避免苦难，因为政府对贬值拖得越久，最终的货币崩溃就会越残酷，那时外汇储备会耗尽，当危机出现时，资本大量外逃所带来的冲击就没有了任何缓冲的余地。投机有其潜在的正确性，但它只是从某种程度上论证了投机。

对泰铢的全力攻击触发了一场危机，而不是督促政府去避免一次危机。

在德鲁肯米勒首次出售泰铢之后的几个星期，泰国的行为揭示了琼斯和索罗斯理论的一个缺陷。只有在政府能足够明智地做出回应时，投机所产生的预警才会有所帮助。但是，德鲁肯米勒的空头头寸没有促使泰国理智地早点贬值，而是无视，这种无视的代价是惨重的：政府用光了其外汇储备，以一旦泰铢贬值就肯定亏本的汇率从德鲁肯米勒那里买进泰铢。与此同时，泰国的经济继续疲软。当罗德尼·琼斯在4月的最后几天再次访问时，这个国家明显已经近乎停滞：

> 琼斯远远看到曼谷有100台起重机，但几乎没有一台在工作；过度扩展的房地产公司已停止偿还贷款；泰国90家金融公司据说有87家破产。泰国在20世纪70年代末曾经历过金融危机，但琼斯看到这一次更严重的危机有多恐怖。之前，贷款总量是国内生产总值的40%，而现在，由于资本流动的全球化，这个比率是140%，这会使银行破产对实体经济的影响更严重。琼斯推断，唯一的一线希望就是当局还仍然有一点时间，他们应该理智地将货币贬值，而不是等着被迫贬值。

结果表明，琼斯在泰国的出现加速了这次危机，这也正是他担心的。泰国媒体将他的来访传播了出去，外国对冲基金就在周围的消息吓坏了紧张不安的本地投资者。泰国金融家和公司开始抛售泰铢购买美元，迫使中央银行再次进行干预，保持货币水平。5月11日的那个周日晚上，泰国总理差瓦立·永猜裕出现在电视上并声称要支持泰铢，然后又画蛇添足地加上一句：他不能承诺能做到这一点。这次讲话加剧了这场危机。正如英国的情况一样，明明知道计划已经破产，却还是继续捍卫英镑，因此泰国的领导缺乏勇气接受其站不住脚的理由。而且，正和英国的情况一样，索罗斯小组的反应是可以预测的。

差瓦立的电视讲话三天后，德鲁肯米勒将对泰铢的赌注从20亿美元增加到35亿美元。新的头寸仍然只占索罗斯基金资本的三分之一，如果德鲁肯米勒积极利用杠杆效应的话，这只是能出售的一小部分。但是现在德鲁肯米勒不再是游戏的唯一参与者，泰国投资者在搞垮泰铢，其他对冲基金也跟着。每天和德鲁肯米勒通话几次的保罗·都铎·琼斯很快开始下注，和他关系密切的集团里的其他宏观基金也是。继德鲁肯米勒之后最大的玩家可能就是老虎基金的朱利安·罗伯逊，它建了一个后来达到20亿美元的泰铢空头头寸。

就在德鲁肯米勒补仓的那一天，泰国中央银行被迫使用了至少 60 亿美元的储备以维持泰铢的水平。在接下来的一周内，猛烈的攻击一直在持续。但泰国政府仍拒绝接受贬值，给弗拉加指明道路的国际货币基金组织的斯坦利·费希尔的访问也未能说服泰国政府接受这个不可避免的事实。泰国政府没有屈从于市场，而是进行反击。

这是德鲁肯米勒没有全力以赴的第二个原因。金融交易商必须要应付市场风险，但同时他们也面临着政治风险。5 月 15 日，德鲁肯米勒提高赌注的第二天，泰国当局禁止所有银行贷款泰铢给别的国家的人。这使得卖空的人处于困境：他们再也不能借入泰铢来出售，除非他们以惩罚性的利率得到离岸贷款。

> 老虎基金靠一些短期泰铢借款完成了他的一些头寸，并认为它可以在贷款到期时滚动还债，而现在它被迫以高得多的利率继续借款：在 6 月初利率为 1% 的时候，老虎基金为保持头寸的费用每天就达到 1 000 万美元。

由于中央银行的积极干预，对外国人贷款的取缔成功扭转了泰铢的下跌：在德鲁肯米勒第二轮攻击的三个星期后，泰国货币对美元汇率上涨了 10%，对冲基金的账面亏损可能达到 5 亿美元。该地区的英文报纸兴高采烈地报道说对冲基金输了这场“泰铢之战”，总理呼吁中央银行承诺给其工作人员开个庆功会——据说泰国中央银行直指索罗斯。据一家报纸的报道，他的基金蒙受的损失高达 40 亿美元。

面对这一冲击，德鲁肯米勒将他的空头头寸从 35 亿美元减到 30 亿美元。如果他利用杠杆效应，最大限度地售出泰铢的话，他可能已经让泰铢贬值了，但是需要容忍的似乎不止是政治体制。然而，尽管德鲁肯米勒不想冒险，但他也不会退出，他知道泰国人比他们公开承认的更接近崩溃。

> 中央银行的立场表面上看起来强硬：即使在 6 月下旬，中央银行还宣称储备超过 300 亿美元。但是，它实际上通过远期市场的头寸消耗了大量储备，这并没有显示在其资产负债表上，这种办法愚弄了包括国际货币基金组织的视察者和泰国政府本身的成员在内的几乎所有不知内情的人。但是，通过不停地给那些执行了政府在远期市场卖单的银行打电话，琼斯拼凑出来其实际储备正在以惊人的速度减少。仅

> 5月份一个月，泰国中央银行就用了约值210亿美元的储备，占到它整个资金的三分之二，这个比例让人震惊。

琼斯对这一调查结果并不怎么高兴。他在投机的道德上的理由受到了打击：泰国的领导人对投机者的反应远远不是迅速进行调整政策，而是坚持自己的立场，让他们的人民陷于水深火热之中。高利率和对泰国货币的不确定性夹击使金融体系濒于崩溃。银行对其他银行的贷款收取过高的利率，不知道这其中哪些能幸存下来，钱不再在经济中流转。6月25日，琼斯在一份题为《通货紧缩经济学：凯恩斯要对泰国怎么说》的备忘录中表现了他的苦闷。琼斯说，一个宁愿选择超高利率也不将货币贬值的国家是"纯粹的精神失常"，他援引了凯恩斯对古罗马时代的这种愚蠢的思考。

> 公元274年，奥里利安皇帝（Aurelian）因狂热地保护货币制度而引起通货紧缩，并导致了叛乱，随后的战斗导致7 000名战士死亡，无疑，平民死伤的数量更多。

琼斯的痛苦无法拯救泰国人民。限制贷款泰铢给外国人的效果和堵淋浴喷头上的一个洞的效果差不多：它只是加快了资本通过其他出口流出的速度。搞烦做空者会使借款给泰国企业的外国人要求偿还贷款，企业为了履行义务，就得抛售泰铢。此外，打击做空者只是使借入泰铢成本变高，但绝不是不可能。如果你确信货币即将崩溃，从离岸市场以高利率短期借入也值得。随着越多的资本逃离泰国，崩溃的可能性也在增加。根据至少来自一个人的叙述，7月1日的那个星期二，朱利安·罗伯逊的老虎基金开始大量卖出泰铢，将其空头头寸增加至10亿美元，直到泰国中央银行终于耗尽储备，再也不可能找到这种货币的买家，泰国最终被逼入绝境。罗伯逊在此的作用和德鲁肯米勒在英镑危机中起的作用差不多。

在世界的另一边，曼谷时间早上4:30左右，泰国中央银行官员承认他们没有更多的资本用以捍卫货币了。经过几个月的抵抗，泰铢的联系汇率制崩溃了：在接下来的三个月里，泰铢对美元下降了32%。

> 索罗斯基金从这次贬值中赚了大约7.5亿美元，朱利安·罗伯逊可能赚了3亿美元。与此同时，泰国的生产量锐减，与顶峰时相比下降了17%，大量企业破产，工人失业，数百万人陷入贫困。

一个不可思议的巧合是，1997 年 7 月 1 日是英国交出对中国香港的控制权的日子，也是一种新帝国主义在东南亚留下印记的日子。

在货币贬值后，对冲基金不可避免地受到谴责。有一些谴责比较公平，因为索罗斯的团队确实主导了 1 月的销售，迫使政府提高利率，打击了疲软的经济。就老虎基金在最后一天所起的作用来说，还有一点是公平的——但当时几乎没有人知道这个。但是，从更大意义上来说，这些谴责都没抓住要点。

> 危机的根源可以追溯至 1995 年和 1996 年，当时泰国面对中国的崛起拒绝逐步贬值，投机者只是迫使其做出了一个最终不可避免的调整。此外，尽管索罗斯和老虎基金都是危机导火索的一部分，他们并不完全是批判家想象的那种坏人，特别是德鲁肯米勒拒绝最大限度地利用杠杆效应，正是担心出现政治风波，在 6 月份事情进入最后阶段时，他实际上还减少了他的头寸。

结果表明，德鲁肯米勒的警告一语成谶。在泰国的危及蔓延到整个东亚和其他地区的时候，事实证明，对冲基金作为超级掠夺者的印象越来越不正确。

1997 年 9 月下旬，索罗斯飞往中国香港，参加世界银行和国际货币基金组织的年会，对他的接待仪式反映了他的双重性。投机家索罗斯不出所料地受到谴责：之前称他为“罪魁祸首”和“白痴”的马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德呼吁对“不必要的、无益的、不道德的”货币交易予以禁止。但是，作为政治家和慈善家的索罗斯在会议上被大家交口称赞。

> 他在一个挤满了人的礼堂就如何稳定世界经济发表了演讲，被新闻界视为名人，这不仅是因为他批判投机的激烈性不亚于任何人，还因为他断言：“我相信，开放社会的主要敌人是资本主义的威胁。这种放任自由、认为市场应任其自由发展的观念仍然是非常有影响力的，我认为这是一种危险的想法。”尽管他自己有着资本家的财富，但他仍然这样说。

到 20 世纪 90 年代末，索罗斯已经很确定到底他的哪个人格应占主导地位。他想成为一名思想家、政治家以及一位伟大的公众人物，他不想成为一个新帝国主义者和小币种的杀手。无可避免地，这个偏好可能使他在投资时戴上有色

眼镜的风险是存在的：

> 一次在中国香港，与大卫·科维茨和罗德尼·琼斯的会议讨论中，索罗斯信心满满地宣布做空亚洲货币的时代已经过去了，尽管马哈蒂尔对市场的激烈态度引发了该地区新的抛售。他的副手对老板的乐观预测表示怀疑，但索罗斯没有心情听。尽管他不会细致入微地过问基金的决定，只是让德鲁肯米勒和团队做决定，但他的乐观倾向对基金的影响仍是明显的。

这个倾向首先在印度尼西亚表现出来。在去中国香港开会之前，索罗斯的团队购买了价值约3亿美元的印尼盾，认为在泰国的风暴肯定殃及了池鱼。印尼政府没有死守不可持续的盯住汇率，而是让其货币在8月下跌了11%，现在反弹可能即将到来。根据10月份阿米尼奥·弗拉加和罗德尼·琼斯对印尼的访问，索罗斯基金将在印尼盾上的赌注增加至大约10亿美元。

并非所有的对冲基金都认为这是明智之举。也对印尼盾下注的朱利安·罗伯逊的老虎基金在10月底卖出了他的头寸。但是，索罗斯团队遵循了技术专家的一致看法，他们认为印尼盾下跌会被证明只是暂时的。国际货币基金组织的经济学家们相信印尼将渡过难关，并于11月2日宣布给印尼330亿美元的信用额度，旨在给中央银行用以加强对其货币信心的外汇储备。第二天，印尼盾强劲上涨，索罗斯的头寸显示出小小的盈利。

直到此时，索罗斯在中国香港开会时的乐观情绪才有了些不可靠的依据。然而，到11月中旬，索罗斯团队及其国际货币基金组织的盟友正开始失去依靠。

> 国际货币基金组织330亿美元的信贷额度要用两个关键承诺作为交换：第一，印尼将关闭16家徇私舞弊的银行；第二，采用负责任的货币政策。但是病中的苏哈托总统的亲信决心挫败这一计划：徇私舞弊的银行属于其亲信，所以不可能关闭；而且其亲信正对中央银行要求贷款，这使得货币供应量增加，摧毁了对印尼盾的信心。到11月底，货币直线下跌，12月初事情变得更糟。传闻苏哈托重病，权力真空的前景使这个国家感到恐慌。到12月15日，印尼盾与11月初的高点相比下跌了44%，这笔交易使索罗斯损失了4亿美元。

奇怪的是，索罗斯团队坚守货币投资。在10年前华尔街崩溃之后，索罗斯

尽快抛掉他的头寸，防止继续亏损，但这次索罗斯团队似乎束手无策，尽管很明显印尼已经变成了一场灾难。12 月 10 日，罗德尼·琼斯从印度尼西亚银行得到机密资料，证实该行正在发行大量货币给苏哈托的亲信。琼斯发了一个短信给索罗斯在纽约的总部，阐述了滥发货币的细节，但是，基金仍然坚守印尼盾的头寸。

大约在同一时间，印尼财政部长马尔伊·穆罕默德（Mar'ie Muhammad）被政府派出，安抚外国投资者。穆罕默德曾花费数年时间建立起一个受人尊敬的技术专家的声誉，现在他的任务是为印制钞票给苏哈托家族的不够格的朋友进行辩护。在纽约停留时，穆罕默德在广场酒店会见索罗斯和他的副手，尽管他表面上是在谈论印尼的发展前景，但他心不在焉。索罗斯、弗拉加和德鲁肯米勒一个接一个地提问，但穆罕默德拒绝和他们对视，含混不清地说出一系列避重就轻的答案。

> "噢，我的天哪，"德鲁肯米勒大步回到办公室时说，"我真不敢相信我们在做多。"
>
> "我不相信那家伙说的任何一句话，"他继续说，"我甚至不相信他从印尼来。"

这几个人穿过曼哈顿中城，通过哥伦布环（Columbus Circle）回到索罗斯办事处。他们知道他们套在一个很糟糕的投资中了，但是印尼盾的买家那么少，连怎么抛出头寸都不知道。在考察了一些退出办法后，大卫·科维茨建议用印尼盾购买像铁之类的实物商品，最后可以用它们进行交换。

"这是一个很有意思的想法。"索罗斯用他那浓厚的中欧口音庄重地说。但没有人实施科维茨的建议——尤其是在无法足够快地印刷钞票的印尼政府发行塑料纪念币作为法定货币的时候。索罗斯团队从印尼盾下跌直到跌至谷底，最终大约亏损 8 亿美元，从泰铢交易中获取的利润被全部耗尽。

印度尼西亚的失败打破了索罗斯基金作为残酷的超级大鳄的形象，但同时也因为错过了一个非常好的机会而变得更加复杂。

1997 年 11 月中旬，罗德尼·琼斯访问了韩国。在拜访一家本地银行时，他发现董事会的会议室以银行为泰国公司进行融资的胜利通知

作为装饰。琼斯知道这些公司，也知道它们已经破产了。他询问这家银行有多少泰国借款人已经还不上款，最后他得知总共超过50个。当他到其他办公室各处看了之后，琼斯意识到，这只是冰山一角。

> 泰国的崩溃使韩国的金融公司损失惨重，使他们缺少从来没有可能收回的美元。经过更多的寻找，琼斯发觉韩国中央银行急于通过从自己的外汇储备调用美元借给韩国贷款者来掩饰这种困境。这一发现导致了令人意外的发现：就像五个月前的泰国中央银行一样，韩国中央银行在说谎；据官方统计，该国的外汇资本有570亿美元。但是如果扣除承诺给受损失的银行的数目或在远期市场上的花费，实际数据只接近200亿美元。

琼斯在韩国发现的和泰国的那满满一手提箱钱无异。在他访问的前两周，韩元对美元下跌了4%，股市已经走弱。但是，没有人想到中央银行已经用掉了三分之二的储备，或者说韩国已经处在一个弗拉加曾在泰国预计的那种全面的银行兼货币的双重危机。就在一个月前，国际货币基金组织完成了对韩国经济状况的年度评估，并得出结论说该国不会受该地区其他地方的动荡的影响。但在11月17日发给索罗斯总部的备忘录中，琼斯解释了为什么国际货币基金组织是绝对错误的。他警告说：韩国处于“危机后期”。被大家普遍认可的韩国企业美元债务的官方数据比实际负债低估了高达600亿美元，而且这些债务大部分将在数周内到期。一个灾难性的崩溃即将来临。

在接下来的那个月，事实证明琼斯的备忘录具有先见之明。在抵达纽约9天之后，国际货币基金组织的顶尖亚洲通飞往韩国首都执行紧急任务。在被带到中央银行会议室的过程中，他发现其储备以每天1亿美元的速度下降，现在已经下降到了90亿美元。正如琼斯所说，大部分的韩国借款人持有的美元债务期限都较短，因此，钱会以很快就能将储备耗尽的速度流出这个国家。12月3日，国际货币基金组织宣布给予韩国匆匆筹集的550亿美元的贷款，这创下了国际货币基金组织的援助纪录，但由于私人部门的美元债务规模是这个的两倍多，这笔借款还是不够。截至12月底，韩元与琼斯11月17日写备忘录时的水平相比已经下跌60%。

然而，琼斯无比正确的预测并未给索罗斯带来多少利润。尽管琼斯在11月

17 日的备忘录中措词强硬，而且第二天还有个后续消息，但索罗斯团队还是没有采取任何行动做空韩元，重复在泰国的成果。其原因不得而知。在琼斯写备忘录时，高层国际货币基金组织官员认为韩国将摆脱麻烦，这可能说服索罗斯团队专注于其他工作。但是，也很难说索罗斯的双重人格没有导致这次错失良机的嫌疑：老板想成为一名政治家，而不是一个国家的破坏者。如果他卷到韩国里面，那么他不能作为洪水猛兽，而是作为救星而出现。

在 1998 年 1 月的头几天里，索罗斯前往韩国——他是作为该国新当选还未就任的总统金大中的客人前往的——有摄像人员在机场等候。这个举足轻重的人物与金大中在家里吃饭，并亲切地称他为“节目主持人”。他访问了顶级企业家、策划从韩国一家破产的内衣生产商手中接管一个主题公园的迈克尔·杰克逊（Michael Jackson）共进早餐。在对当地媒体发表讲话时，索罗斯大方地表明韩国应该怎么做。他批评国际货币基金组织给出让这个国家承载更多债务的建议，要求“激进的工业和金融部门的重组”，包括对会计实践的整理和对管理人员解雇工人灵活性的整顿。他说，如果韩国完成了这些事情，他的量子基金愿意投资大量资金，其他西方国家的投资者也将会蜂拥而至。索罗斯的声明使投资者涌入韩国股市，韩国综合指数在他访问之后的 10 天内上涨了 25%。

索罗斯到韩国的使命对他自己的财富没有什么好处。他不仅错过了在韩元下跌时做空的机会，而且他的基金在下一年 10 月之前都没有从韩国的反弹获得好处。但是，韩国之行给了他不同的回报。他此次访问的新闻报道不可避免地强调了与中国香港那次氛围的比较：回想 9 月份，一位亚洲领导人谴责他是罪魁祸首和白痴，而现在另一位亚洲领导人给他贵宾式的待遇。在被问及马哈蒂尔与金大中的明显差异时，索罗斯笑了笑。

“其中一个人肯定是错误的。”他回答。

索罗斯的双重性格之间的斗争在俄罗斯最为严重。早在 1987 年前苏联解体之前，索罗斯就在莫斯科成立了他的开放社会研究所分部。在 20 世纪 90 年代，他的慈善事业支持教育改革，印刷不包括马克思主义思想的课本，以及给予科学家价值数百万美元的赠款。索罗斯慈善董事会的匈牙利历史学家伊斯特凡·雷夫（Istvan Rev）认为索罗斯是被拿破仑迷恋的东西吸引到

俄罗斯来的："它的辽阔，它的历史挑战，它的落后，它永远不能实现的承诺。"索罗斯不愿意自己的慈善事业被看做是他获取经济利益的特洛伊木马，他以不参与俄罗斯的投资作为信条，尽管他允许德鲁肯米勒和团队建立头寸。但在1997年春天，他受不了了，他在俄罗斯参与了一个数额惊人的赌博，这和他在印尼和韩国所犯的错误一模一样。

索罗斯并非唯一一个上了俄罗斯当的西方金融家。截至1996年底，总统鲍里斯·叶利钦给他的经济改革方案重新注入活力时，对冲基金经理飞到莫斯科，来到莫斯科大剧院，并在著名的新圣母修道院的花园散步。外国资金大量涌入。组合证券投资从1996年的89亿美元增加至1997年的456亿美元，相当于俄罗斯国内生产总值的10%。俄罗斯股票指数在那年前九个月几乎增长了两倍，使它成为许多热门的新兴市场中最热门的一个。可以肯定，这种极度的幸福存在风险：产权和法治在俄罗斯是模糊的概念。但是，从证券投资者的角度来看，俄罗斯似乎是一个不错的选择，只要改革者在叶利钦的政府中占了上风。如果改革者失败了，外国人可以抛售掉他们的股票和债券然后退出。

作为市场的产物，索罗斯理解退出策略的重要性。但在1997年，他押了9.8亿美元在一项几乎完全没有流动性的风险投资上。没有与德鲁肯米勒和他的同事商量，索罗斯加入了一个财团投标俄罗斯零乱的、Svyazinvest 公司[①]25%的股权。这是一项在长期可能获得回报的投资：每100人有19条电话线与美国每100人有58条电话线相比，不可否认，俄罗斯电信行业是有潜力的。但是，在一家国营企业上约10亿美元的股份在俄罗斯政治出问题的时候可不是能轻易抛掉的，它承担了那种对大多数外国人来说似乎不可思议的风险。不过，即使在组合证券投资进入俄罗斯的狂潮中，进入该国的外国直接投资总额却很少。

如果在Svyazinvest公司的赌注表面上看起来似乎鲁莽，但考虑到索罗斯对俄罗斯的了解，它就显得更疯狂了。1997年6月，Svyazinvest 的拍卖结束前不久，索罗斯接到俄罗斯政府紧急融资的秘密请求。叶利钦总统曾郑重承诺7月1日前补偿积压未付的国家工资和养老金，他需要一个临时贷款，以便在最后期限前兑现承诺。索罗斯瞒着市场和监察俄罗斯的恶劣债务状况的国际货币基金组织，借给政府数亿美元。如果他不这样做，叶利钦脆弱的统治地位可能会崩溃，

---

① Svyazinvest 公司，俄罗斯的国有电信公司。——译者注

未得到报酬的工人可能要闹事。

从作为慈善家和政治家的索罗斯的角度来看，秘密贷款导致了一些问题。索罗斯即使在他敦促俄罗斯成为国际货币体系中可信赖的一员时仍瞒着国际货币基金组织。不过从作为投资者的索罗斯的角度来看，秘密贷款显得更为怪异。索罗斯即将下注 10 亿美元在一个难以退出的投资上，而其依据就是俄罗斯正将走出谷底，趋于稳定。但是这种由秘密贷款表现出来的铤而走险正说明稳定是脆弱的。在英镑以及在泰铢交易的胜利中，索罗斯团队曾利用对政府的财政和政治弱点的洞察力来发起有利可图的攻击，而 1997 年在俄罗斯，索罗斯对这些弱点有信息优势，但他投资时显得他从来就没有考虑过这些。

索罗斯这样的表现是因为他的救世主的复杂情绪。在他作为慈善家的时候，他曾试图将俄罗斯从罪恶中救赎出来。现在他说服自己，如果他拿自己的财富去俄罗斯冒险，他可以更彻底地救赎这个国家，正如他自己所说：

> 我有意选择使自己置于危险之中，成为一个无私的帮助者，这好得有点令人难以置信。它使我觉得自己神圣，毫无争议，惩恶行善。我已说过我的救世主式的幻想，我不会感到不好意思……我可以看到人们无法理解我是个什么样的人，尤其是在俄罗斯……对我来说，作为一个关心文化和政治价值的强盗资本家比作为一个开放社会的价值虚无的智者更可信，我可以作为俄罗斯崭露头角的强盗资本家的榜样。作为一个投资者引发争议，我就不再高高在上，而是成为一个有血有肉的人。

索罗斯的希望是 Svyazinvest 公司的私有化能成为俄罗斯的一个转折点。直到 1997 年，俄罗斯的国有资产一直以很低的价格被转给该国的寡头，而外国投资者被排除在外，但这次允许外国人参与，而拍卖会是出价最高者获胜。从一定程度上来说，索罗斯是正确的：当 1997 年 7 月投标开始时，他资助的财团确实以出价最高胜出。但也不难发现他的参与是获胜的必要条件，更何况这次胜利代价不菲。在拍卖上输了的寡头们拥有报纸和电视台，他们很快发布了一系列关于获胜方的诋毁性的说法。这种诋毁持续了几个星期，迫使三名政府官员辞职，也分散了叶利钦政府在改革议程上的注意力。Svyazinvest 事件根本没有帮助俄罗斯变成一种更纯粹的资本主义，而是让这个国家陷入了混乱。

与此同时，亚洲的冲击波开始抵达。借钱给泰国、印尼和韩国的银行都开始出现亏损，被迫撤出俄罗斯的一些贷款。

> 俄罗斯金融家可以看到Svyazinvest之争意味着经济改革的结束，因此他们也开始争先恐后地将资金转出这个国家。亚洲经济崩溃压低了石油价格，而石油是俄罗斯的主要出口产品。由于出口收入减少和资本外逃的双重打击，俄罗斯面临着极困难的处境。为了吸引投资者，政府被迫提供更高的债券利率。到1998年4月，尽管其短期内降低了购买者的风险，短期卢布债券年利率还是达到了25%。5月，这些所谓的“政府短期国债”（GKO）的收益率达到了70%，简直让人难以置信。

Svyazinvest拍卖之后的混乱表明，索罗斯的缺乏流动性的10亿美元赌注是不理智的。但是，从短期政府债券获利70%的可能性是一个完全不同的问题，很快纽约一半的对冲基金都对此垂涎欲滴，收益率为两位数的三个月债券在那个年代肯定是划算的买卖。俄罗斯的财政状况显示出了一些风险，但从短期来说这似乎是可以接受的。理由是西方国家不会让像俄罗斯这样的核大国违约而陷入混乱，如果事态进一步恶化，美国将迫使国际货币基金组织增加对这个国家的支持。

> 6月，高盛承销了12.5亿美元的俄罗斯债券的发行，这次发行如此受欢迎，在一个小时内就卖光了。每个在曼哈顿的宏观投资者，从索罗斯到老虎基金，以及其他，都想进行俄罗斯的投资。

但是，俄罗斯当时最奇异的事情不是关于政府短期国债，而是关于钯。

自从德怀特·安德森1994年第一次到西伯利亚后，他就继续建立老虎基金的钯头寸。他学会了摸清俄罗斯的钯市场：每年议会和政府的出口公司都会对应该出售多少金属争论不休，然后中央银行、财政部和诺里尔斯克的官员会就谁出售多少争论不休。安德森通过长期饭局建立了与主要销售官员的关系，只要有机会就购买这种金属。然后在1998年夏天，他看到了打破这种模式的机会，俄罗斯国家的财政绝境也改变了钯的游戏规则。

安德森去找他的俄罗斯朋友商量，给出了一个折中的方案。他表示愿意购

买由中央银行和财政部持有的所有非黄金贵金属——钯、铑和银。

> 安德森的大胆计划需要精密的组织工作。有些金属必须由装甲列车从西伯利亚运到莫斯科，然后整个货物将空运到瑞士，放在老虎基金名下的银行金库内。老虎基金一旦将金属拿到手，将支付40亿美元，这个数额将缓解俄罗斯预算的直接压力。它再将库存逐步在市场出售，与俄罗斯政府分享利润。据安德森估计，莫斯科的最终收入将在80亿美元左右。

安德森7月飞抵莫斯科，和中央银行的一位高级官员会面，环境似乎有利于达成一项协议：政府短期国债收益率已经从5月份的60%上升到了大约120%，安德森和对方相处得不错。总统叶利钦显然已经知道这笔交易，而且批准了。返回老虎基金在公园大道的办公室几天后，安德森觉得这个一生中难得的交易已经十拿九稳了：索罗斯和拿破仑可能会对俄罗斯无限的传奇色彩垂涎三尺，但安德森即将表明，纽约的一个对冲基金就可以买下该国的财富。然后，一条消息从莫斯科传到曼哈顿——必须要有佣金。

安德森看着这个要求，谨慎回应。他说，老虎基金对交易支付佣金没有问题，毕竟，他们一直都对股票经纪人支付佣金，但是老虎基金不能同意俄罗斯提出的方案细节。俄方希望为这笔金属交易签订两份合同：一份公开的，其中不提及佣金这回事；一份秘密的，规定了应该如何支付给一家在塞浦路斯的银行。俄罗斯议会和公众看到的只是公开的那份，所以没人会问谁将得到这笔佣金。

> 安德森说，他对此有异议："只能是一份合同。"
>
> 莫斯科那边沉默了一段时间，然后回应说："好，理解，那把佣金存入直布罗陀的银行怎么样？"
>
> 安德森不得不解释一下，这不是将款付到塞浦路斯、直布罗陀还是其他什么安全的地方的问题，而是它必须披露，而且必须只有一份合同。老虎基金的律师和俄罗斯的律师看的合同必须是一样的，而且必须经得起公众的审查，无论是在西方还是在俄罗斯。

消息在纽约和莫斯科之间进行了几个回合，直到最后发现该协议显然是不可能达成的。对于俄罗斯方面来说，不私底下拿佣金就没有任何理由出售，而安德森没有办法挽回这笔交易。

到7月下旬钯的谈判破裂的时候，俄罗斯的危机呈现出新的紧张局势。国际货币基金组织7月13日宣布了一大笔贷款，但只是暂时地使市场平静。国际货币基金组织贷款宣布后的那周，第二批由高盛承销的债券发行，旨在筹集高达64亿美元的资金，但只吸引了44亿美元的买家。俄罗斯债券市场大跌，很快股票市场也大跌：甚至突然风险追求型的对冲基金也对给俄罗斯融资持谨慎态度，到8月初，政府短期国债收益率为50%。由于没有多少选择，俄罗斯重新开始与他们的老朋友索罗斯秘密谈判。

叶利钦的经济小组给了索罗斯一个提案。国家将再次拍卖Svyazinvest公司股份的25%，同时第一次拍卖的获胜者将立即提供给政府一笔过渡贷款，正如索罗斯一年前做的那样。但是，这一次索罗斯还没有准备好合作：1997年夏天，他曾提供了数亿美元给俄罗斯，但现在得要数十亿美元才能帮这个国家渡过危机。

8月7日的那个星期五，索罗斯打电话给叶利钦的高级经济官员阿纳托利·丘拜斯（Anatoly Chubais）和叶戈尔·盖达尔（Yegor Gaidar），让他们现实一点。外国投资者和俄罗斯的投资者已经厌倦了购买俄罗斯国债，在这些巨额的政府短期国债到期时要滚动还债是不可能的，要想渡过这个危机，俄罗斯需要数十亿美元，而不是几百万美元。

听了索罗斯的话，盖达尔给出了他对俄罗斯资金需要的估计数：大约是70亿美元。索罗斯反驳说盖达尔仍然低估了问题的严重性：他估计得要100亿美元。索罗斯认为，Svyazinvest的财团可以解决5亿美元，其余的都得来自西方银行和政府。

索罗斯接下来打电话给美国财政部精通国际经济的戴维·利普顿（David Lipton）。索罗斯敦促美国财政部促成过渡贷款，用其三年前在墨西哥救市时同样的信用额度。利普顿反驳说国会没有人支持这种救援：俄罗斯在7月得到了国际货币基金组织的贷款，已经给过它最后机会了。8月10日的那个星期一，索罗斯再次简单地和利普顿谈了一下。他给美国财政部的二把手劳伦斯·萨默斯打电话，周五和财政部长罗伯特·鲁宾谈了话。为了刺激财政部，索罗斯力劝有影响力的共和党人、参议员米契·麦康奈尔（Mitch McConnell）给鲁宾打电话，并提出对共和党予以支持，作为拯救俄罗斯的最后努力。在这通电话外交的过

程中，索罗斯超越了他在韩国所扮演的角色，当时他像国际货币基金组织一样，列出可以吸引私人资本的经济政策，而现在，他渴望促成一次全面的政府救援。

索罗斯的双重人格带来麻烦已经不是第一次了。政界朋友不知道如何阐释他的观点：索罗斯说的是会对世界有好处，还是对他的投资组合有好处？因为感觉到他的私下谈话没有获得多少人的支持，索罗斯 8 月 13 日在《金融时报》长篇大论地公开了他关于俄罗斯的计划，现在轮到投资者觉得拿不准了。

> 作为吸引新的西方融资的一揽子方案的一部分，俄罗斯应该通过将货币贬值 15%~25%，来减轻以卢布计价的政府短期国债的负担。这是一个明智的政策措施，但对市场中的每个人来说，这听起来都像是索罗斯在做空卢布，基于索罗斯正准备重复 1992 英镑交易的合理假设，投资人争先恐后地退出。索罗斯的信发表的第二天，政府短期债券收益率达到 172%。8 月 17 日的那个星期一，面对市场势不可挡的冲击，俄罗斯将卢布贬值，仍无法偿还对外国人所欠的债务。[①]

当然，真相是索罗斯没有做空卢布。他看到了贬值的必然性，甚至加速了这一刻的到来。他没有因为知道政治家们不会采取任何措施挽救而拼命卖出这种货币，而是试图使政治家有所改变。事实上，索罗斯基金不但没有做空卢布，反而是拥有大量卢布——除了 10 亿美元的 Svyazinvest 的持有以外，还拥有各种俄罗斯的债券和股票。因为违约和贬值，量子及其姊妹基金亏损了资本的 15%，也就是 10 亿 ~20 亿美元。

对于将量子基金的业绩作为毕业事业的斯坦利·德鲁肯米勒来说，这是一个痛苦的时刻。对于任何知道损失规模和方式的人来说，索罗斯是个超级大鳄的说法根本是无稽之谈，但是，索罗斯本人从一个完全不同的层面来解读这次失败。回顾这段经历，他写道："我对于自己帮助俄罗斯走向开放社会的努力并不后悔。尽管没有成功，但至少我努力了。"

索罗斯像一个救赎罪犯的救世主，从奥林匹斯山走下来，他遭受了被钉在十字架上的痛苦。

---

① 索罗斯回忆说："我打电话给劳伦斯·萨默斯说：'如果他们贬值，你就给他们一个过渡性贷款，他们能收拾好残局。'而劳伦斯说：'你是唯一一个主张我们介入的人，别人都告诉我们别管，不要插手。'那是我在《金融时报》写文章公开倡导我的计划的时候，而别人指责我挑起崩溃。"——作者注

MORE MONEY THAN GOD | 第10章

敌人就是自己

多年来，在香港的中国银行的建筑风格一直是庄严、稳重，它想要展示旧式金融的坚不可摧。后来，美籍华裔人士贝聿铭对其进行了改头换面，1990年，它以高耸、大胆、令人眼花缭乱的形象出现，像一位香港金融区T台上苗条的、踩着细高跟鞋的万众仰慕的女神。建筑师解释说，他的棱柱状结构的灵感来自竹子，其用铝片分区的玻璃面越到顶端越窄。但这种对比可能比贝聿铭设想的更突出。通过现代杠杆效应创造的奇迹，金融机构确实像竹子一样增长迅速，从世界快速增长的债券市场吸引资金，再重新返回去。但同样也因为杠杆作用，新的金融建筑都壁薄中空，一个意外的横向冲击就可能将它们颠覆。

对于任何知道中银大厦的人来说，1997年9月的庆祝地点具有讽刺意味。一家自信的新对冲基金长期资本管理公司——贝聿铭建筑风格所象征的新金融工程的典范——选择在低矮的旧楼中的艺术画廊举行宴会。南面和西面的印尼和泰国正在与货币危机做斗争，而马来西亚总理下榻于不远处的套房，正准备开展反投机者活动。但是，长期资本管理公司似乎并未受到当地风暴的影响，它的一小组经济学家在前一年获取了21亿美元的惊人利润，其妙方似乎不受亚洲金融风暴的影响，运作良好。[①] 基金里有名望的重要人物都出现在宴会嘉宾的

① 相比之下，摩根士丹利，一个大得多的机构，在1996年只赚了10亿美元。——作者注

名单上，其中包括一些过来参加国际货币基金组织－世界银行年会的私营部门的老板和金融官员。觥筹交错之后，经济学家们回到酒店，看到一份当天早晨《华尔街日报》头版的传真。在很显眼的位置，《华尔街日报》报道了他们决定返回资金的三分之二给外部投资者，也就是27亿美元。在飞涨的杠杆效应下，长期资本管理公司不需要这么多客户的现金。通过提高其借贷，可以在更少资本的基础上维持投资组合。这可能显得雄心勃勃而且窄细，就像贝聿铭的建筑。

长期资本管理公司的创始人约翰·梅里韦瑟曾经是华尔街首批看到金融工程潜力的领导人之一。作为所罗门兄弟公司20世纪80年代中期的一名新秀，他开始着手将他管理的小型交易小组改造成“准大学的环境管理”。梅里韦瑟的计划是从博士组里聘请年轻有潜力的人，鼓励他们坚持做尖端的研究，他们将拜访金融系老师，并到处去参加学术会议。

> 他聘用了哈佛商学院教授埃里克·罗森菲尔德（Eric Rosenfeld），然后请了从美国麻省理工学院拿了两个学位的拉里·希利布兰德（Larry Hilibrand）。到1990年，梅里韦瑟的团队包括后来因为对期权定价的开创性工作而获得诺贝尔奖的罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯。

20世纪80年代中期，大多数所罗门兄弟公司的合伙人都没有上过大学，念过博士的更少。该公司的交易文化集中体现在克雷格·科茨二世（Craig Coats Jr.）身上，一个身材高大、英俊、有魅力的体育爱好者，被许多人认为是汤姆·沃尔夫所著的《虚无的篝火》（*The Bonfire of the Vanities*）中的英雄人物的模型。科茨掌管着所罗门兄弟公司的旧式政府债券交易：梅里韦瑟聘请的教授们会讨论两种债券之间的关系是否超出了正常范围，还是债券价格的波动可能会减小，而科茨的主要工具是对自己直觉的坚定信念。但很快，梅里韦瑟组里教授的优势变得很明显。到了20世纪80年代末，不多的几个准教师占了所罗门兄弟公司利润的90%。科茨在一次大额交易亏损后离开所罗门兄弟公司，而梅里韦瑟被提到副主席的位置，量化分析的准确性获得了胜利。这就是华尔街反智主义的结局。

然而，关于这个胜利有一个问题。如果梅里韦瑟拥有100强将的部门可以创造数千万美元的利润，那还要所罗门兄弟公司的其他6 000名雇员做什么？梅里韦瑟的助手抱怨说，他们的聪明才智所带来的成果被分散到公司里一些不配

享有的部门。拥有麻省理工学院双学位的副手拉里·希利布兰德促使关闭所罗门兄弟公司为维护投资银行家的利益而设的别致的内部餐饮服务，甚至提议完全关闭投资银行部门。最终这些努力促成了一项秘密协议：为了让这些尖端的科学家高兴，所罗门兄弟公司的管理者固定给他们集团利润的15%。通过实现有保障的绩效费，梅里韦瑟以银行的形式创建了一只对冲基金。创建一只对冲基金而不是一家银行对他来说仅仅是一步之遥。

迫使他进行下一步的事件不是他自己选择。1991年，让迈克尔·斯坦哈特和布鲁斯·科夫勒尴尬的国债丑闻引发了所罗门兄弟公司的全面危机。该公司的政府债券交易员保罗·莫泽尔（Paul Mozer）曾多次在拍卖中作弊，而本该负责监督莫泽尔的梅里韦瑟被迫从公司辞职，并根据证券交易委员会规定支付了50 000美元的罚款。通过四处寻找机会，梅里韦瑟决定自己单干。他将他的尖端科学家小组进行重组，并打算不要大银行等那些不必要的机构：比如市场营销、交割、清算以及操作都外包，这样就不必将教授的交易利润分散到不配享有的后台部门。以梅里韦瑟的方式来看，他发明了新时代的一种新型金融机构。一种一小组学术成员就可以赚取比大银行更多利润的环境需要一套新的组合方式，它要的是“没有多余机构的所罗门兄弟公司”。

1994年2月，梅里韦瑟创建了长期资本管理公司。他带来了埃里克·罗森菲尔德、拉里·希利布兰德、罗伯特·默顿以及迈伦·斯科尔斯，总共有8个他在所罗门的智囊成员加入了他刚创建的公司。这些教授在康涅狄格州格林威治镇汽船路600号租了个地方，就是保罗·都铎·琼斯新近搬进的可以俯瞰长岛海峡（Long Island Sound）的四层建筑。他们不必像在纽约一样穿西装打领带上班，而是穿着高尔夫衬衫和斜纹棉布裤去工作。有时在午餐时间，他们可以看到青鱼跳出海峡，而这群兴致勃勃的计量研究员会带着钓竿，争先恐后地紧追那些鱼。

言归正传，长期资本管理公司投资债券市场的方式反映了阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯的创新。正如琼斯公司的经理可能因为相信福特的管理更好，因而购买福特公司的股票而卖空克莱斯勒一样，梅里韦瑟的组员也会买入一只债券同时卖空一只类似的债券，因为相信第一只债券的现金流将更有前景。将市场风险

对冲对债券比对股票更有效。

> 琼斯的一个经理，或者朱利安·罗伯逊的老虎基金公司里的多空选股人，可能会认为福特的经理们比克莱斯勒的好，但这只是一个主观看法，它涉及判断经理的性格特点、审视他们的新车设计、收集他们的展销厅里关于士气的闲谈。但债券投资不一样：它只是一笔贷款、一个利息率以及一个特定日期偿还的承诺。

债券分析师能给你找到两个几乎没有区别的证券：发行人是一样的，本金将在同一年偿还，描述投资者权利的法律文件一字不差。如果这些债券中的一个价格比另一个低，你可以买便宜的那个，做空价格高估的那个。这是套利，不是简单的投资，而且几乎可以保证一定的利润。

典型的长期资本管理公司的交易从新发行的国债，也就是大家熟知的"新"债换手率很高这个事实开始。看重这种流动性的交易员愿意为此支付比发行时间稍微久一些、换手率低一些的"旧"债高的溢价。但在债券的存续期内，这个溢价会消失，一个 30 年期债券和一个 29.5 年期债券在它们的到期日付的款必定会趋于一致。梅里韦瑟的组员可以简单地售出被高估的新债券，买进便宜的、发行久一些的债券，然后耐心地等待不可避免的价格衔接。

无可否认，在平常的日子，这一方法带来的利润几乎不足以抵消交易成本。但是，**当市场出现恐慌时，流动性溢价可能会增加：怯懦的投资者希望自己能迅速卖出债券，他们愿意为此付出代价。**梅里韦瑟的副手等待着恐慌的时刻，然后进行价格趋同式交易。曾反对所罗门别致的餐饮部门的长期资本管理公司的合作伙伴拉里·希利布兰德将市场比做弹簧：它们总是会弹回来。你不得不等待，直到恐慌平息。

另一个经典的梅里韦瑟的交易和意大利债券市场有关。意大利烦琐的税收规则阻碍了外国人投资于该国的债券市场，因此，债券需求受到抑制，它成了一个便宜货。如果想出如何避开税收障碍购买债券，并赚取一定的收益率，比如说 10%，那他就可以在国际货币市场以可能 9% 的利率借入里拉而对这个头寸套期保值，赚取 1 个百分点的差价。而税收问题的解决办法是显而易见的，诀窍就是与在意大利注册而不受税务问题困扰的银行合作。从他们还在所罗门兄弟公司的时候开始直到长期资本管理公司的第一年，梅里韦瑟的团队以在华尔

街无与伦比的热情抓住了意大利的交易。在长期资本管理公司前两年的交易里，该公司 16 亿美元的利润中，6 亿美元左右归功于意大利债券。

长期资本管理公司并不是唯一对意大利趋之若鹜的。其他银行和对冲基金尾随其后，同时，意大利政府也去除了税收障碍。但随着原来的交易不再有利可图，长期资本管理公司转向意大利市场的其他领域。

> 意大利的零散投资者用他们的存款从街头的银行买入某一特定类型的政府债券，而且由于这些购买者没有选择余地，这种债券的价值显然被高估。长期资本管理公司卖空这种债券，然后用卖空的收入以较高的利率借出里拉，照例赚取差价。此外，意大利的储蓄者逐渐意识到了共同基金的吸引力，于是减少了直接购买债券的资金，因此，对债券的需求下降，长期资本管理公司的空头头寸赚取了利润。

梅里韦瑟和他的伙伴满世界地寻找这种机会。他们发现各种情况下可能的趋同：相同到期日的不同债券之间、债券和以此债券为基础的期货合约之间、国库券与贷款抵押债券之间或是不同币种的债券之间。其中心思想是，当投资者的行为扭曲时，市场就会出现异常，不管这种扭曲是因为税收规则、政府监管还是大型金融机构的特殊需要。

> 法国保险公司需要购买特定到期日的法国政府债券，不是因为它们认为那些到期日的债券便宜，而是因为它们需要与承诺给保险客户的期限相匹配的资产。同样，1996 年 10 月，美国联邦储备银行的裁决导致美国银行大量发行债券，并对其进行掉期，将它们的付款转换为浮动利率，这种大量发行压低了掉期市场的固定利率。在这些情况下，长期资本管理公司成为交易的另一方，实际上就是与因为体制要求迫使他们买进或卖出的人做交易。

通过作为可以随意反应、灵活性强的交易方，长期资本管理公司给市场提供了流动性，因此法国保险公司和美国银行在满足其机构要求时能得到更好的价格，与此同时，长期资本管理公司本身也获取了很丰厚的利润。

> 长期资本管理公司的成功表明了这种交易有多么赚钱。即使在减去 2% 的管理费和超出一般水平的 25% 的绩效费之后，长期资本管理公司在 1994 年 10 个月的交易中回报率仍达到 19.9%，1995 年达到

42.8%，1996年则是40.8%。而且，它产生的这些利润没有利用市场趋势：从趋同性交易中获利与任何股票或债券指数都不相关。

难怪长期资本管理公司在筹集资金方面毫不困难。除了格林威治的办公室，它又在伦敦和东京新设了办事处。长期资本管理公司创办的时候只有区区41名员工，到1997年秋季在中国银行办宴会时已经扩展到165人。

梅里韦瑟10年前从哈佛大学挖过来的埃里克·罗森菲尔德建了一个可以存放一万瓶葡萄酒的酒窖，并从法国直接买进葡萄酒；格雷格·霍金斯（Greg Hawkins）饲养纯种马；梅里韦瑟自己则买下了爱尔兰凯利郡（County Kerry）顶级的涟漪高尔夫球场（Waterville），邀请其他华尔街巨头去打球，以巩固自己的商业关系。"每个人都被他们的智慧所折服，"美林公司的推销员回忆说，"就像肯尼迪的内部圈子，风光无限。他们有最好的、最聪明的人。"

当然，在中国银行的宴会之后不到一年，长期资本管理公司就崩溃了。事实证明，新式金融是脆弱的，对整个世界经济来说，它的风险大且没有引起重视，这已经不是第一次了。

在关于长期资本管理公司的短暂生命的畅销书中，罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）将基金的崩溃描绘成对狂妄自大的惩罚。这从根本上说是正确的，但并不是说该公司在冒险时很随意。梅里韦瑟和他的合伙人没有拿着OPM不负责任地赌博——OPM是华尔街对"别人的钱"的轻蔑的缩写。相反，大部分的投资合作伙伴每年都将他们几乎所有的业务收入都投了进去，而且通过1997年秋季退回27亿美元的外部人的资本，他们确保了其余资金的几乎三分之一都是他们自己的积蓄。与许多让其机构破产的金融家不一样，长期资本管理公司的合作伙伴有足够的积极性保持谨慎。

的确，长期资本管理公司有极高的负债率。事实上，杠杆效应是该公司的精髓：他们发现的定价异常的规模太小，如果不靠借款放大的话，根本没有什么价值可言。

1995年，长期资本管理公司的资产收益率为2.45%，很一般；但杠杆效应将这种不怎么样的资产收益率转化为了一个很可观的资本回

报率——从2.45%变成了42.8%。梅里韦瑟推断杠杆作用是安全的，因为长期资本管理公司几乎对冲掉了所有的交易风险。例如，开业后不久，该公司在新债券和旧债券上建立了20亿美元的头寸。这种持有率对只有10亿美元资本的基金来说听起来有点吓人，但梅里韦瑟的研究小组计算出，投注于价格趋同债券的危险程度只有拥有任何一只债券本身风险的1/25。公司20亿美元的头寸相当于一个没有套期保值的投资者持有8 000万美元的头寸。

长期资本管理公司是首批将风险进行数理量化的对冲基金之一。像德鲁肯米勒之类的宏观交易员在他们的头脑中计算风险一样，他们可以感觉到市场可能会有多大的波动幅度，以及在任何主要的头寸上会有多少损失。长期资本管理公司使用的是20世纪80年代开发的一种方法——在险价值法，其本质上就是宏观交易员心算的正式化。长期资本管理公司计算出每个头寸的波动性，然后将其转化为在正常情况下可能损失的金额。

长期资本管理公司可能会买一只意大利债券，同时卖空另一只，赌它们之间的差距会消失。通过研究这种交易的历史，它可能会发现，100天中有99天，最糟的情况就是差距扩大10个基点。如果交易的规模使得一个基点的扩大给长期资本管理公司带来1 000万美元的亏损，10个基点带来的亏损就是1亿美元。

梅里韦瑟和他的合伙人对其基金中的每个头寸都进行在险价值计算，然后将每一潜在损失加总得到整个投资组合的损失总值，其关键在于估计各交易之间的相关性。

例如，两个完全相关的头寸只需要将风险进行简单的相加，如果你在加利福尼亚州债券上冒着损失1亿美元的风险，在纽约州的债券上冒1亿美元的风险，你的总风险就是两亿美元。但是，如果两个头寸不相关，合并后的风险就小一些。例如，如果你在一个关于抵押贷款提前偿还率的趋同赌注上冒了1亿美元的风险，在另一个完全不相关的交易——比如意大利的零售债券——上冒了1亿美元的风险，你的总风险就是100万美元乘以头寸数量的平方根。在这个例子中就是1.41亿美元。

加进投资组合的新的不相关的交易越多，减掉的风险就越多。第

三个不相关的头寸将只给投资组合增加3 200万美元的风险，即使其本身可能的损失是1亿美元。第五个不相关的头寸将增加2 400万美元的风险，第十个将只增加1 600万美元，等等。

通过多样化的魔力，风险几乎可以消失。那些风险收益比在其他人看来很疯狂的交易对梅里韦瑟和他的合作伙伴来说可能会带来很高的利润。

10年后，当信贷泡沫在2007—2009年破裂时，在险价值的计算不再受欢迎。巴菲特告诫金融家同行"警惕沉溺于公式的人"。不过，梅里韦瑟的定量代表了相对于以传统的杠杆比率来衡量风险的方式的一个进步。

传统的比率没有考虑到掉期和期权，尽管这些也可能是投资组合一个巨大的风险源，它也没有区分套期保值的赌注和未套期保值的赌注。最根本的是，传统的杠杆比率是资本对资产比，而在险价值方法是资本对潜在损失之比。

毫无疑问，长期资本管理公司选择了更有意义的标准：**资本的目的是作为对损失的缓冲，因此决定基金的资本是否充足的是潜在损失的大小。**将资本与资产相比较的传统方法就像相对于地球上的外国人的数量来衡量美国军队的规模，这种说法也不为过。所有外国人同时攻击美国是不可思议的，正如长期资本管理公司所有的资产同时亏损几乎不可能一样。

对于在险价值的计算有明显的反对理由，但长期资本管理公司的智囊团意识到了其中的大部分。

这种方法很清楚模型预测的是100天中的99天可能发生的最大损失；根据定义，有些日子情况会更糟糕。但金融经济学中的一个基本观点是市场倾向于自我纠正，因此长期资本管理公司相信带来不寻常的损失时期之后会有投资组合的收益来补偿。如果一个正常的价格关系不正常了，给长期资本管理公司带来了巨大的损失，其他套利者会看到一个有利可图的投资机会，他们的买盘会推动价格回到正常范围，长期资本管理公司的投资组合会反弹。

在之后几年，批评者嘲笑在险价值的计算忽视了100天中最糟糕的一天，将这种计算比做除了撞车时其他时候都有用的汽车安全气囊。但因为套利的纠正力度不够，忽略这100天中最糟糕的一天没有看上去那么鲁莽。糟糕的一天

之后的那天总会好些，市场总是倾向于反弹。这就是拉里·希利布兰德提到的反弹效应（Slinky effect）。

当然，自我纠正的趋势只是一种趋势。一个极端的事件可能会改变价格的惯常走势，这种改变会持续很长一段时间，甚至永远。长期资本管理公司的模型是不大可能预测这种冲击的：像所有的模型一样，它们也是基于历史数据，因此不能指望它们预测没有过先例的事件。但是，长期资本管理公司的合作伙伴也了解这个致命的弱点，他们试图弥补他们模型的不足，一起讨论毁掉他们的计算的可能的意外情况。

> 例如，他们可以看到如果计划中的欧洲货币联盟受到干扰，他们的债券交易就会失控，尽管受阻似乎不太可能，但长期资本管理公司还是不能排除这种可能性。因此，合作伙伴一再测试其投资组合，看看如果货币联盟告吹它会如何表现，如果他们发现由此造成的损失可能会威胁到该基金的生存，他们就减少自己的头寸。

长期资本管理公司还煞费苦心地考虑后来几年讨论得很多的一个相关的风险——基金的流动性风险，而不是其偿付风险。该基金的交易往往关系到购买一种缺乏流动性的工具，再用一种流动性强些的工具对其进行套期保值。举例来说，旧债券的价格便宜正是因为它们的流动性比新债券差。

> 通过从许多市场购买缺乏流动性的债券，长期资本管理公司将自身置于某种特定的风险：在恐慌时期，流动性溢价会到处都呈上升趋势，显然不相关的赌注也会同时赔钱。也正是在这种时候，经纪人可能撤掉长期资本管理公司的贷款，迫使基金在最坏的情况下变卖其头寸；投资者也可能撤回资金，进一步迫使基金降价销售。套利矫正的力量可能是远水救不了近火，即使市场最终回到平衡，长期资本管理公司也可能撑不到那时候来获取收益。

梅里韦瑟和他的合伙人很看重这种流动性风险。他们的基金叫做长期资本管理公司是有充分的理由的：只有在长期，才可能指望市场回到其有效水平。因此，长期资本管理公司需要一个能防止低价销售灾难的资本结构。因此，梅里韦瑟没有采用对冲基金的惯例，从经纪人那里借入短期资金，而是至少做了些努力争取一些在危机时可以用的长期贷款和信用额度。按照同样的逻辑，长

期资本管理公司打破了对冲基金允许投资者每月或每季撤回资本的惯例，相反，它坚持三年的承诺，但后来转变政策，允许投资者可以每年撤回最多三分之一的股份。

长期资本管理公司崩溃之后，很容易忘记这些各种各样的防范措施。梅里韦瑟和他的伙伴被视为盲目相信其模型的受害者，这使人们越来越相信一点点的谨慎就可以预防类似的灾难。但是，真相更加微妙，也更加无法忍受。长期资本管理公司的风险管理比批评家想象的更细致、更复杂，从失败中得到的教训包括长期资本管理公司本身已经实施了的几个计划。

> 在随后的十年中，有在险价值计算必须以压力测试为补充的要求，长期资本管理公司照做了；有金融机构关注流动性风险的要求，长期资本管理公司也照做了。然而，长期资本管理公司还是失败了，不是因为它计算风险的方法过于简单，而是因为计算完全无误是非常困难的。

为了测试你的投资组合，你必须想到所有可能发生的无法想象的冲击；要计算你的基金的在险价值和流动性风险，你必须估计不同头寸之间的相关性，并猜测在极端的情况下相关性会如何变化。**长期资本管理公司失败的真正教训不在于它衡量风险的方法过于简单，而是想要对风险准确衡量，这不可避免地要失败。**

1997年10月，在中国银行举办的宴会后不久，默顿和斯科尔斯得知他们获得了诺贝尔经济学奖的消息。该奖项被视为对新融资的辩解：期权定价模型的创建者因为奠定了现代市场的基石而受到感谢。

> 通过推出一个公式对风险定价，获奖者已经允许它用上千种方式被分割、捆绑和交易，几个世纪以来破坏人类活动的对金钱损失的担心被一个公式搞定了。

默顿和斯科尔斯的对冲基金——长期资本管理公司因为教授绝妙的远见卓识得以实现而出名。通过计算损失的风险，长期资本管理公司可以只持有它所需要的资本，将不起眼的价格异常变成丰厚的利润。

然而，正当学者们品尝他们的荣耀的时候，长期资本管理公司到了一个至

关重要的十字路口。早在20世纪80年代，梅里韦瑟和他的教授们已经成为华尔街的新贵，十年过去了，几乎所有的投资银行都设立了与他们直接竞争的固定收益套利柜台。1997年上半年，长期资本管理公司的利润已经开始降低，合作伙伴也开始做一些反省。对机会减少的一个对策是缩小基金规模，将钱返还给投资者，但是，长期资本管理公司不打算缩小到放弃的地步。为了保持公司运转，梅里韦瑟和他的团队开始冒险进入股市。

虽然长期资本管理公司从根本上说是债券基金，但它1997年以前就已经涉足股市，原则上，公司可以做与其技能相匹配的事。它不应该选股或对公司做出判断，这是朱利安·罗伯逊和他的老虎基金该做的事情。但它要找到数理上明确的债券做交易，比如涉及两种几乎完全相同价值却是不同的证券的交易，或是不同价格之间的正常关系已经破裂的交易，这种破裂很可能是暂时的，最简单的例子是同时在两个市场交易的股票。

> 长期资本管理公司的最爱是荷兰皇家壳牌集团，它由两家上市公司所有——荷兰的皇家石油公司（Royal Dutch Petroleum）和英国的壳牌运输公司（Shell Transport）。荷兰股和英国股代表的是对相同的利润的权力，但英国的股票价格比荷兰的股票价格低。就像新债券和旧债券价格之间的差距一样，这种差距似乎是不合理的。通过购买价格低的英国股票，卖空价格高的荷兰股票，长期资本管理公司收到的红利比支付的多，而且因为它套期保值，它可以不关心荷兰皇家壳牌的股价是上涨还是下跌。梅里韦瑟和他的合作伙伴抓住这个机会，投入了大规模资金。对华尔街的许多交易员来说，格林威治的教授们开始玩得过火了。

长期资本管理公司最大的股权风险投资是下注于市场的稳定，这一战略使摩根士丹利戏称公司为“管理波动性的中央银行”。这是梅里韦瑟的教授的典型：他们不是看市场可能会向哪个方向波动，而是赌它的波动幅度有多大，却从不考虑波动方向。

> 1997年秋天，长期资本管理公司注意到不安的投资者支付高额溢价以使自己免受股市大幅涨跌的影响：有些人购买看涨期权，以为市场会暴涨；其他人买入看跌期权，以抵御价格突然崩溃的风险。因此，

标准普尔500指数5年期期权价格表明指数的波幅每年为19%，比20世纪90年代通常的10%~13%高出许多。

因为相信其通常模式，梅里韦瑟和他的伙伴看到了机会，成为非理性恐慌的平衡器。他们卖出看涨和看跌期权，收取费用，并相信他们不必对买家履行义务。只要波动保持在惯常范围，这个赌局就不会对他们不利。即使在他们下赌注的时候，合作伙伴还是注重他们的审慎准则。

> 他们的在险价值计算显示，在100个交易日内的99天，他们可能的最大损失为1.16亿美元，而在21个交易日内可能的最大损失为5.32亿美元。满盘皆输的概率并不高，该基金在亏损最严重的一个月只亏损了2.9%，而计算结果显示基金需要一个10-Σ事件才能让其破产，也就是说一个发生概率只有$1/10^{24}$的事件。可以肯定的是，这些预测是基于历史价格的，而历史有可能使人迷惑。但在格林威治每周两次的风险会议上，合作伙伴设想了所有的股票冲击他们的情况，他们想到了华尔街崩溃或日本大地震的后果。罗森菲尔德后来说："我认为我们是保守的。"

他们不够保守的第一个迹象出现在1998年5月。那时，国际货币基金组织对印度尼西亚的救援动摇，苏哈托政权垮台；东亚的问题波及到日本，日本自1974年以来首次出现经济衰退——连续两个季度产量下降；俄罗斯当局被迫将利率提高至3倍以防止资本外流；世界各地的股市指数波幅暴涨。投资者对这些事情的反应和往常一样：他们都涌向其可以找到的最安全的投资——美国政府债券，这使30年期美国国债下跌至自1977年首次发行以来的最低点。换句话说，他们吓坏了。

这些对长期资本管理公司都不利。如果基金的交易有一个共同点，就是总能保持冷静的头脑：非理性的恐慌会被理性的套利所纠正。在5月至6月的风暴之前，长期资本管理公司已经卖空国债，买入掉期，付钱给货币市场的投资者，相信无风险的国债和风险投资工具之间异常大的差距反映了暂时性的风险规避倾向。但是，世界性的愈演愈烈的经济危机将风险规避变成了恐慌，导致美国国债和风险投资工具之间的利差扩大，这沉重打击了长期资本管理公司。

> 长期资本管理公司曾很大胆地卖空股票波动性，以致一个百分点的上涨会造成4 000万美元的亏损，而现在标准普尔500指数的预期波幅从5月1日的19%到6月中旬上升到了26%。由于所有这些赌注都出了问题，该基金5月亏损了6%，6月又亏损了10%，远远超过其在险价值计算的预期。

长期资本管理公司的合作伙伴取消了休假，并讨论是不是有某些根本性的东西出了问题。但该基金在7月扳回了损失，合作伙伴卖出了他们的头寸，放松下来，但却没注意到弹簧作为异常的灾难反弹了回来。

8月17日的那个星期一，俄罗斯无法偿付对外国人的债务，这让世界震惊。与索罗斯和朱利安·罗伯逊的老虎基金不一样，长期资本管理公司几乎没有对俄罗斯的直接持有，但很快他们就发现间接影响也相当大。俄罗斯的违约导致了恰当命名的对冲基金——高风险机会基金（High-Risk Opportunities）的破产，这反过来又威胁到借款给高风险机会基金的少数金融公司。

到8月21日的那个周五，有传言说雷曼兄弟公司可能倒闭，这种恐慌导致了新一轮的资金涌向安全的投资工具。比5月和6月更邪门，安全的政府证券的价值上升，而风险稍高一些的投资工具价格都下降，长期资本管理公司对小波幅的赌注惨败。

> 长期资本管理公司一直押注美国国债利率和互换利率将会趋同，但通常每天波动不到1个基点的差距扩大了8个基点，令人瞠目结舌。长期资本管理公司在英国有一个类似的赌注，同样，英国政府债券和市场利率之间的利差也急剧拉大。在新兴市场，长期资本管理公司建立了基本上相同的交易：它卖空相对稳定的债券，买入有风险的债券，同样损失惨重。那个星期五之后，长期资本管理公司损失了5.5亿美元，也就是资本的15%。

当时是8月中旬，大多数长期资本管理公司的资深合伙人都在休假。约翰·梅里韦瑟在中国，埃里克·罗森菲尔德在爱达荷州，长期资本管理公司的律师吉姆·里卡兹（Jim Rickards）在北卡罗来纳州和他的家人在一起。在格林威治的工作人员惊讶地盯着交易屏幕，这不只是亏钱的问题，而是要破产，长期资本

管理公司有把握的假设也都被颠覆，这是基金狂妄自大的后果。

长期资本管理公司认为其投资组合是安全的，因为信贷市场的关系大致稳定，但现在，它们之间的利差大得可怕；长期资本管理公司认为其投资组合是安全的，因为不同的策略之间的相关性低，但因为恐慌同样地影响着每一个市场，它们的头寸都同步下跌；长期资本管理公司认为其投资组合是安全的，因为其在险价值估计表明它在一个交易日的损失不会超过1.16亿美元，但现在这个估计值的偏差超过4亿美元。最根本的是，长期资本管理公司相信套利纠正的力量——市场可能是不理性的，但坏的行情实际上必然导致追求利润的交易员介入，秩序将恢复。当他们看到他们的投资组合下跌，交易员等待市场恢复是枉费心机，灵活回弹效应暂停发挥作用了。

> 在东海岸的中午，埃里克·罗森菲尔德从爱达荷州的一个高尔夫球场打来电话。他本定于上午9点的开球时间推迟了一点，他只是想确定格林威治一切都好。当他听说发生了什么事时，他知道他的假期结束了，很快所有的合伙人从各个度假地赶回来。梅里韦瑟从中国乘飞机回来之前，还给高盛的老板乔恩·科赞（Jon Corzine）打电话，告诉他说长期资本管理公司过了糟糕的一天，但他保证不需要担心。

那个星期天晚上，合作伙伴在一起讨论如何能阻止损失。他们将不得不出售一些头寸，但在恐慌时在公开市场上出售不太容易。罗森菲尔德给在奥马哈的巴菲特打电话，看他是否愿意购买长期资本管理公司50亿美元的涉及兼并的公司股票的投资组合，但巴菲特礼貌地拒绝了。第二天早上，梅里韦瑟与索罗斯和德鲁肯米勒在索罗斯位于第五大道的公寓里共进早餐：也许因为长期资本管理公司最近不走运，量子基金是否愿意在特别优惠的条件下对长期资本管理公司投资。梅里韦瑟解释说，他的头寸对任何有财力熬过这场风波的人来说都是划算的，索罗斯和德鲁肯米勒似乎也感兴趣。但是，梅里韦瑟从早餐上得到的不过就是一个有条件的提议：如果梅里韦瑟能够从其他投资者那里另外筹集5亿美元的话，索罗斯将在8月底提供5亿美元。有了索罗斯的承诺，梅里韦瑟急于找另外那5亿美元。

> 他竭力寻找与他在所罗门兄弟公司的旧同事达成协议的可能性；他派拉里·希利布兰德到奥马哈，给巴菲特一个更好的报价；他向沙

特阿拉伯王子阿尔瓦利德（Alwaleed）和电脑巨头迈克尔·戴尔提出建议；他给美林证券的老板赫尔伯·埃利森（Herb Allison）打电话，但即便是在爱尔兰高尔夫球场建立的关系也救不了他。埃利森说："约翰，我不知道你的兴趣是筹集资金，这看起来可能觉得你有麻烦。"这种说法让人恼火，但却是事实。

巴菲特礼貌地回绝了希利布兰德，并让他的助手减少伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）和对冲基金的业务；所罗门兄弟公司的老板也发出类似的命令，要求其大宗经纪业务部门停止对几乎所有与它有关的对冲基金发放贷款。长期资本管理公司越急于筹集资金，恐慌就越发蔓延，而它押在波幅上的赌注价值下降就越多。合伙人正处在一块移动的地毯上，将他们越拉越远。他们的推销根本没有增加基金的资本，反而将它毁了。

暂停发挥作用的不仅是灵活回弹效应。套利者正经历一种类似《波哥》（*Pogo*）的时刻，正如沃尔特·凯利（Walt Kelly）连环画中的人物所说："我们已经遇见了敌人，那就是我们自己！"俄罗斯的崩溃在东亚金融风暴后接踵而至，造成所有的主要套利者亏钱；像长期资本管理公司一样，他们急于得到新的资本。在这些心力交瘁的情况下，套利者顾不上矫正定价的异常。实际上，他们面临着经纪人发出的追加保证金的通知，迫使他们低价卖掉头寸，使价格更加偏离有效均衡水平。合作伙伴们在行情好的时候被夸大的对于套利的信任现在适得其反——套利现在被反向套利取代了，每个套利投资组合的平仓都会损害所有其他的投资组合，这个循环自我强化。

梅里韦瑟的遗留物，所罗门兄弟公司的套利集团，之前表现太差劲，所以老板决定将其关闭，其出售重创了其他套利机构，包括长期资本管理公司。长期资本管理公司投资组合里的每一笔交易都犯了差不多的错误，不是因为它们在经济上是相似的，而是因为持有它们的基金类型是相似的。

回顾长期资本管理公司的历史，埃里克·罗森菲尔德认为没有预见到这种交易驱动的相关性是该基金犯的最致命的错误。如果长期资本管理公司预见到这种可能性，其风险计算会不一样，当多样化不再能神奇地将风险排除时，长期资本管理公司每一笔交易的规模将更为谨慎。

同时长期资本管理公司发现了另一个被低估的风险。它没有发现，它本身的成功也可以导致一个特殊的漏洞。尽管长期资本管理公司有很多秘密，它通过多个经纪公司进行交易，以使它们谁也不能清楚它的赌注，一大批效仿者只能大致拼凑出其策略。而结果就是长期资本管理公司的大型投资组合由其效仿者创建的更大的超级投资组合反映出来，这意味着长期资本管理公司的交易参与的人过多。

> 到 1998 年春天，每家可能购买长期资本管理公司头寸的银行或对冲基金都已经买了，如果一笔交易出问题，而套利者想要撤，就找不到卖出对象。而且，这些华尔街的精明人士都可以看出发生了什么事。一方面，已经没有人购买长期资本管理公司的头寸，所以这些头寸不可能升值；另一方面，一个迫使套利者出售的冲击将导致长期资本管理公司的投资组合急剧崩溃。“管理波动性的中央银行”确实像个中央银行，其交易向对手们展示了一个只赢不输的赌局，而一旦对手意识到这一点，就没戏了。

关于长期资本管理公司的困境有一个令人难过的讽刺之处。在短短 4 年的存续期中，它和对手交易赚取了数十亿美元，而其对手的行为是由机构规定驱动，并不是市场判断。但是现在，套利者突然没了资本，长期资本管理公司就成为这样的机构规定的受害者——银行和券商收回贷款，因此套利者被迫出售。

对于一个欺负弱小的交易者来说，在这种环境中，最有利可图的就是做空所有长期资本管理公司可能持有的头寸。梅里韦瑟漠然地意识到在华尔街寂寂无名的长期资本管理公司的投资在周五的冲击之后反弹了回来，是其他人赚了亏掉的钱。有风险债券和无风险国债的利差越来越大，皇家公司和壳牌公司的股票差价从 8% 跃升至 17%，尽管这样并没有道理。梅里韦瑟团队的一位成员回忆说：“不再感觉大家都和我们一样在出售头寸，突然间，他们在抛售我们的头寸。”

1998 年 8 月被证明是对冲基金历史上最残酷的一个月份，到劳动节的时候，4 只基金里有 3 只在亏钱。梅里韦瑟和他的伙伴亏掉了资本的 44%，也就是 19 亿美元。他们算出这种损失的可能性在宇宙的整个寿命中都不会发生一次，但不管怎么说，它就是发生了。

月底，梅里韦瑟打电话给在贝尔斯登的老朋友文尼·马冬尼（Vinny Mattone）。

“你现在怎么样？”马冬尼开门见山。

“我们亏损了一半。”梅里韦瑟回答。

“你完了。”马冬尼说，他说的是事实。

“你在说什么？”梅里韦瑟申辩说，“我们还有20亿美元。我们还有一半，还有索罗斯。”

“当你亏损了一半，人们会认为你会一直亏损，”马冬尼说，“他们将推动市场向不利于你的方向发展。”

梅里韦瑟打电话给美林、瑞银集团（UBS）以及德意志银行，寻求资本注入，但没有人愿意出5亿美元，索罗斯提供的机会溜走了。

梅里韦瑟在9月2日给投资者的信中公布了长期资本管理公司的损失。他重申对套利的信心，乐观地说起“这个非常有吸引力的环境”，不过没有人上当。这封信甚至在最后的副本传真出来之前就泄露了，第二天的《华尔街日报》头版详细报道了梅里韦瑟的损失。现在，所有人都知道长期资本管理公司已经到了崩溃的边缘，华尔街的每一个玩家都开始进行不利于它的交易。9月初，大多数垃圾债券都反弹，但长期资本管理公司拥有的那些债券仍然没有好转的迹象。

长期资本管理公司在飓风债券上有个小的头寸，飓风债券就是允许保险公司出售飓风风险的证券。梅里韦瑟的信泄漏的当天，飓风债券猛跌了20%，虽然飓风的可能性和成本都完全没有变化。在欧洲，英国的政府债券与市场利率之间的差距扩大了，在德国利差则缩小了，除了长期资本管理公司在赌英国的利差会缩小，而德国的会扩大之外，没有别的根本原因。“这不再和市场有关了，这和你有关，”总律师吉姆·里卡兹对梅里韦瑟说，“如果你做多，他们就做空。如果你做空，他们就做多。”

9月13日，梅里韦瑟向高盛的乔恩·科赞求助。他需要筹集20亿美元的资金，这笔钱可以让长期资本管理公司免于破产，科赞说好，但要价奇高：要从高盛

得到 10 亿美元需要从别处另外筹集 10 亿美元，高盛还要求长期资本管理公司管理权的一半，并完全接触到基金的决策，以及对基金的头寸加以限制的权力。另外，这项交易将只有在高盛筹集到资金而且长期资本管理公司通过投资组合的详细检查才能正式生效。

这些条款意味着高盛不管怎样都是赢家。要么它会以便宜的价格得到长期资本管理公司的一半，要么会得到查看长期资本管理公司交易账本的权力，分文不花就得到价值数百万美元的信息。协议前的审查评鉴将使高盛的专家清楚地看到长期资本管理公司的头寸，从而可以清楚地知道，如果长期资本管理公司的崩溃迫使它抛售所持头寸的话，哪些资产会大跌。

长期资本管理公司知道这是一个有损其利益的圈套，但是它别无选择。它的总律师吉姆·里卡兹试图让高盛的检查小组签订一份保密协议，但对方直接告诉他高盛什么都不会签。据里卡兹说，高盛的检查人员将一个特大的笔记本电脑接入到长期资本管理公司的网络，下载了其头寸的具体情况。高盛对此予以否认，但很快，高盛的自营交易台就开始出售同样的交易，长期资本管理公司成为高盛砧板上的肉。对于所要面对的情形，公司只做了有限的努力。

> 引述高盛在伦敦的一名交易员的说法："如果你认为一个巨头要抛售，那么你肯定想先出售。我们很清楚底线在哪里，这并不违法。"科赞自己勉强允许高盛可能"做让市场对长期资本管理公司不利的事。我们必须保护我们自己的头寸，对此我没有愧疚"。高盛的理由是它的出售并未受到长期资本管理公司账本信息的影响，而且到长期资本管理公司的检查人员和管理高盛的专有资本的交易员之间有严格的防火墙。虽然没有证伪的证据，但华尔街有些人怀疑这个防火墙根本不顶用。

梅里韦瑟和他的合作伙伴认为是时候通知美联储公司破产的可能性了。纽约联邦储备银行行长威廉·麦克唐纳正在出差的路上，二把手彼得·费舍尔（Peter Fisher）介入了这场危机。

9 月 20 日的那个星期天，费舍尔坐助手的吉普车从他在新泽西州的家去格林威治。如果有人能想出办法来收拾这个烂摊子，那这个人就只能是费舍尔——一个金融问题解决专家，他镇定、随和，有办法将复杂变得简单。但当费舍尔

听了长期资本管理公司处境的详细情况后，也没有很好的解决方案。因为长期资本管理公司的负债率很高，它持有价值为1 200亿美元的庞大投资组合，但这还只是问题的开始。真正让费舍尔伤脑筋的是长期资本管理公司的投资组合包括几个风险非常集中的投资：

> 他发现长期资本管理公司在英国政府债券——或“金边债券”期货上的头寸可能占了市场中未平仓合约的一半，长期资本管理公司拥有的丹麦抵押贷款的头寸同样大得吓人，它的股票期权的投资组合头寸也很大。问题不仅仅是长期资本管理公司的崩溃将导致全球市场的总体下跌，费舍尔担心某些特定市场的交易可能会完全停止。

根据长期资本管理公司的估计，如果基金即时清盘，其17个最大的交易对象大约可能亏损30亿美元。但是，如果长期资本管理公司的股份急于清算，损失还会大得多。此外，费舍尔推断，华尔街的大公司在自营账户里也有类似的交易，因此，如果长期资本管理公司迅速清算，损失将因为对类似的投资组合的巨大冲击而放大，而迅速清算看来是非常可能的。

> 在以往涉及银行或经纪公司崩溃的案例中，监管机构能够接管剩余的资产，避免低价抛售，但长期资本管理公司的情况不一样。因为这是一只对冲基金，监管机构掌握不了其资产，相反，其资产由其经纪人持有，是借款的担保品。如果长期资本管理公司不履行哪怕一个贷款协议，交叉拒付条款将自动生效。将有很多终止协议从传真机传过来，长期资本管理公司头寸的所有权将被转移到其经纪人，而他们将抛售，迅速地抛售。

费舍尔坐在安静的办公室里自动控制的计算机工作站内，和财政部的同事共同讨论，他面临了一个曾经困扰着阿斯金资本管理公司，并在未来十年里困扰着监管者的问题。和数百个合作伙伴有纠葛的公司太过复杂，无法安全地倒闭。

费舍尔回到他助手的吉普车，还在担心突然清盘的后果。

> 东亚处于经济衰退，俄罗斯正在迅速走向经济衰退，而且由此带来的市场动荡已经造成华尔街大幅下跌。华尔街资本将有30亿美元以上损失的可能性在繁荣的时候也令人讨厌，而鉴于华尔街的风险抵御

能力已经受损的情况，这就显得尤其讨厌。已经有传言说雷曼兄弟在破产的边缘徘徊，如果长期资本管理公司的崩溃导致雷曼兄弟的崩溃，就必然有进一步的连锁反应。此外，华尔街资产负债表的不稳定的情况降低了最佳解决方案的可能性，而最佳解决方案就是由一个私营部门接管长期资本管理公司，使其免于混乱的低价抛售。

当晚，乔恩·科赞打电话给费舍尔，提醒他高盛寻找买主的努力并没有取得进展，同时长期资本管理公司每天亏损数亿美元，能撑到下一个周末就是幸运了。

当星期一费舍尔忙着做事情的时候，他觉得他的担心变为现实的速度比预期的更快。亚洲和欧洲的市场一团糟，而华尔街也将如此。电视评论员猜测莱温斯基性丑闻的克林顿总统的录像证据定于那天早晨晚些时候公开，从而使投资者惴惴不安——一个费舍尔觉得非常搞笑的理论。[①]但是事实是消息传出去了：每个试图安排援救长期资本管理公司的公司都告诉其他人公司遇到了麻烦，现在每家银行、经纪公司和对冲基金都在蚕食这个公司。

所罗门兄弟公司高管举报说高盛的东京柜台在“痛打落水狗”；高盛高管举报说所罗门兄弟公司在欧洲做同样的事情。中午时分，对长期资本管理公司股票期权的攻击变得非常严重，以至于期权价格意味着每月一次崩溃。周一过后，长期资本管理公司损失了5.5亿美元，占到股权的1/3，其资本首次低于10亿美元。

费舍尔和三大银行的老板联系——高盛、美林和J. P. 摩根。他还对私营部门救援抱有希望，但很明显，一个单独的银行是无法可靠地完成这个任务的。**如果一个单一的购买者买入了长期资本管理公司的所有投资组合，它必须抛售持有的证券，了解了这一点，其他人将继续在必然的清算前卖出头寸。**这个问题的解决方案是由一个财团购买投资组合：这样一来，每个人将只持有一小部分，小到让蚕食者停止进攻。问题就是各主要银行之间的一贯竞争似乎阻碍着这样的联盟——除非美联储促成。

---

① 费舍尔回忆说：“所有的电视发言人都说这是因为克林顿和莱温斯基沉积的录像证据将于纽约时间9点钟播出。我记得很清楚，那一周大卫·科曼斯基（Dave Komansky，美林的总裁）和我都认为这是有史以来最搞笑的事情。”——作者注

星期一快结束的时候，费舍尔邀请三大银行巨头第二天到美联储共进早餐。当大家围聚在桌旁时，所有的人都说他们赞成联合行动，这样可以使市场免于混乱，对每个人都有好处，但问题是如何安排救援。可以由长期资本管理公司的每个债权人买入一些投资组合，将他们从基金中解脱出来；或者由财团注入资本，使其稳定。经过两个小时的讨论，费舍尔要求银行家们离开，并制定一个三个公司都支持的救援计划。然后，费舍将就更大范围的基金债权人在美联储召开一个更大型的会议。

到那天结束时，银行家们趋向于必须对长期资本管理公司注入资金的看法。去掉投资组合的一小部分是行不通的，因为长期资本管理公司的交易关系太复杂。但是，如果注入新资本，谁该承担费用？

> 早在8月，当梅里韦瑟与索罗斯和德鲁肯米勒共进早餐的时候，长期资本管理公司就需要10亿美元救命，三个星期后梅里韦瑟要求科赞筹集20亿美元，而现在得注入40亿美元以稳定投资组合。总的来说，银行家们知道筹集40亿美元对他们是最好的选择，如果他们让长期资本管理公司破产，其庞大的投资组合将使市场崩溃，给华尔街每一位主要参与者造成无法估量的损失。但每个银行都想搭便车——让其对手负担调整资本的成本。

当周二晚上在美联储召开长期资本管理公司的16个主要交易对象的会议时，费舍尔发现达成一项协议是不可能的。三大银行已经想好让16个最大的债权人每人出资2.5亿美元，不可避免地，规模较小的银行埋怨说他们的负担应该轻一点。晚上11点左右，仍然没有任何方案拿出来，费舍尔提议大家休息，第二天早上10点继续。

当银行家重新开始协商，他们并没有比前一天晚上好说话一些。雷曼兄弟公司承认，因为某些原因，其资产负债表太过脆弱，不能提供2.5亿美元；两家法国银行拒绝负担他们的那部分，每家银行只肯提供1.25亿美元；最令人震惊的是长期资本管理公司最大的经纪公司贝尔斯登，尽管在形式好的时候从长期资本管理公司赚取了数以百万计的费用，但贝尔斯登的总裁吉米·凯恩（Jimmy Cayne）坚决拒绝出一分钱。摩根士丹利公司主席裴熙亮（Philip Purcell）抗议说，贝尔斯登的搭便车是“不能接受的”，而美林的大卫·科曼斯基（Dave

Komansky）则当着凯恩的面大发雷霆。讨论变得无法收场，以至于彼得·费舍尔开始说明僵局的后果。

> 费舍尔后来回忆说："我记得当时在想，如果这件事搞不定，我将不得不站到桌子上说：'不要碰你们的手机，关上门。我们现在准备起草一份声明说没有达成协议。'"不救援将使全球市场直线下跌。作为失败的当事人，这些银行家不可以在普通投资者之前抛售。

最后，费舍尔没有到桌子上去。11家银行同意将各自出资增加到3亿美元，比雷曼兄弟和法国公司的总出资36.25亿美元稍微少一点，这笔钱勉强可以宣称救援开始。尽管将自己的钱投了那么多在基金里的梅里韦瑟和他的伙伴将看到他们的个人财富降到几乎为零，但是长期资本管理公司将被收购，全球市场也将获救。"我们相信自己，"长期资本管理公司的律师吉姆·里卡兹后来说，"那里没有虚伪。我想说我们以一种老套的方式失去了金钱——通过诚实和努力工作。"

长期资本管理公司一被救，对救援意义的争论就开始了。在10月1日的国会听证会上，众议院金融服务委员会成员说了一小撮秘密的交易员对经济稳定构成的威胁。宾夕法尼亚州民主党人、议员保罗·坎乔斯基（Paul Kanjorski）认为这个国家的外邦敌人再无必要研制大规模杀伤性武器：通过与对冲基金合作，他们可以更轻而易举地伤害美国。然而，对于所有的愤怒，长期资本管理公司崩溃后的争论只是1994年债券市场崩溃之后的一个启示。美国的最高监管者不得不承认对冲基金确实会带来风险，但是，他们并没有采取什么行动去减少风险。

我们很容易苛责未能对失败做出积极反应。早在1994年，监管机构就辩称银行和券商很理性，不允许其对冲基金客户用它们的钱豪赌。现在，这种说法已经被颠覆：华尔街的银行和券商在长期资本管理公司冒如此大的风险，最后得靠美联储的干预拯救他们。然而，即使有了这种经历，国家的最高监管机构仍继续抵制打击对冲基金。

> 格林斯潘在众议院听证会上提醒："借钱给别人的个人有收回这笔钱的很重要的权益。"转而依靠私人债权人会减少对冲基金的过激行为。

> 直到2009年，格林斯潘才承认由贷款人监督风险来防范金融过激行为是站不住脚的。即使到那时，他做出的让步就像2007—2009年的危机是突如其来的——好像长期资本管理公司的事情从未发生过一样。

然而，在苛责之前，承认格林斯潘的担心有足够的理由是很重要的。首先，打击对冲基金终止不了危险的交易，因为鲁莽和无情并不仅限于对冲基金行业。

> 长期资本管理公司的负债率太高，它忽略了如果其他套利者被迫突然抛售相同的头寸，它的交易就会不攻自破的危险；它错误判断了衡量金融风险的精准性。但认为长期资本管理公司的错误只存在于对冲基金业是没有道理的。不错，长期资本管理公司的崩溃是把当局搞得很烦，因为当时像雷曼兄弟公司之类的投资银行正面临巨大的损失，格林斯潘和他的同事们发现真正的挑战在于金融体系的负债率过高。讽刺的是，这正是索罗斯4年前在听证会上试图向国会解释的。

确实，**2007—2009年危机的罪魁祸首就是银行拥有的高负债的"表外业务"（也称为投资渠道或结构性投资工具）、高负债的券商以及一个高负债的保险公司**。对冲基金并不是罪魁祸首。

既然对冲基金只是问题的一部分，为什么监管者不遏制越来越多的杠杆投资者呢？答案可以追溯到1994年：监管机构认为他们没有这样做的好办法。他们不能简单地宣布负债率的最高限：借贷资本比率几乎就是一个无意义的数字，因为它不能反映投资组合是否套期保值，以及是否有通过衍生产品带来的风险。监管者也不能简单地规定对冲基金在险价值的最高限——长期资本管理公司的崩溃就表明这一措施可能会产生误导。令人沮丧的是，**投资组合中的风险取决于不断变化的条件：其他玩家是否在模仿它的交易，市场流动性如何，银行和券商的风险抵御能力是否正在减弱**。长期资本管理公司事件后集体讨论的核心人物、美联储的彼得·费舍尔可以看到对对冲基金和其他高负债玩家进行政府监控后理论上的情况。但事事都与政府想要的一致似乎不太可能，因此它从来没有推动其实施。

而且，在接下来的几年，一个关于监管的平行实验证明费舍尔的犹豫是有根据的。从1999年开始，全球监管委员会开始着手设计了一套现代化的风险控制系统，最终颁布了所谓的《新巴塞尔协议》的资本要求。尽管这项工作不包

括保险公司、经纪自营商以及对冲基金，而是专门针对银行，但它仍然耗费了六年的时间，并以悲惨的失败而告终。

在试图制定将银行资产组合不易觉察的风险都考虑在内的规则的过程中，《新巴塞尔协议》的框架沿用了银行自身衡量风险的模型，换句话说，监管机构的底线是银行应该自律。当2007年危机爆发时，事实证明已经采用《新巴塞尔协议》的欧洲银行也非常地脆弱。如果监管机构曾试图控制对冲基金和其他影子银行的杠杆效应，结果可能也不会比巴塞尔标准要好。

正如在1994年一样，监管部门不愿对对冲基金直接控制，这迫使它们重回计划B——对金融风险表示关切，但对大家保证其所带来的危险是可以容忍的。格林斯潘公开表示，金融建模的危险就是可能比人的判断超前太多。他奉劝债权人记住对冲基金可能会在形势好的时候表现良好，然后在市场意外波动时突然崩溃。但是，在承认现代金融缺陷的同时，格林斯潘强调了回到前现代时代的成本。这个美联储主席承认，如果银行必须像在美国南北战争之后一样持有资产价值40%的资本，那么市场动荡的情况将会少得多，但是，资本成本将更高，生活水平将更低。他总结道："我们不能只享受现行制度的好处而不承担成本。"

从1998年的情形来看，这是一个中肯的评价。现代金融的好处大于它的风险，通过政府管制减少风险的努力似乎不确定能成功——就像巴塞尔实验表明的一样。然而，事后看来，决定由市场来控制风险是错误的。银行从长期资本管理公司的事件中吸取了一个教训——它们限制了对冲基金的杠杆效应，就像它们在1994年阿斯金资本管理公司的失败之后就应该做的那样。但是其他教训并没有引起重视。

长期资本管理公司的失败表明没有后备资金而赌整个世界的稳定性是不理智的，但在未来十年里，大保险公司——美国国际集团又重蹈覆辙；长期资本管理公司的失败暴露了多样化可以把风险降低到几乎为零是种谬见，但在未来十年里，投资者重复这种错误，购买一系列据称多元化了的按揭证券；最根本的是，长期资本管理公司的失败提供了一个关于杠杆融资危险性的实例。然而，世界的反应不仅仅是让杠杆交易继续进行，而是容忍其变本加厉。

MORE MONEY THAN GOD | 第11章

宏观型对冲基金时代的终结

在《太空英雄》的开头，汤姆·沃尔夫描述了军事飞行员对同伴死亡方式的解释。一位飞行员在展开飞机的襟翼之前减了速，他的飞机坠毁，他被烧得面目全非。他的朋友们晚饭后聚在一起，摇着头说这实在让人遗憾，但他们绝不会犯这样的错误。过了一会儿，另一位飞行员因为他的操作系统故障而死亡。他的朋友都认为他是个好人，但令人遗憾的是缺乏经验。然而第三位飞行员晕倒在驾驶舱内，因为一根管子和他的氧气系统断开，然后他的飞机翻了几个跟斗，栽到切萨皮克湾（Chesapeake Bay）去了。他的同伴们不敢相信：怎么会有人不检查他的管子连接？

长期资本管理公司崩溃后的那个礼拜，朱利安·罗伯逊发表了他对1998年9月的戏剧性事件的意见。在给投资者的信中，他披露说老虎基金在那个混乱的月份亏损了近10%，但他拒绝承认长期资本管理公司的命运和老虎基金的前景有关。

> 长期资本管理公司的教授们失败是因为太过轻率且缺乏经验，而罗伯逊有18年引以为荣的纪录；长期资本管理公司的数学模型是为用借来的数十亿美元赚取微不足道的套利收益而设计的，而老虎基金找那种不需要借助危险的杠杆效应而赚大钱的机会。

事实上，就在一年前，老虎基金的投资突击队就在扣除费用前赚取了70%的回报率，让人大跌眼镜，也反映了其多空股票选择和在亚洲的货币交易的成功。

罗伯逊不以为然地说："我们的业务和他们的不一样，他们的业务就像是大量但低利润的超市。我们的问题可能是面对公众对杠杆效应的强烈抗议，老虎基金会有什么变化。答案是没有变化。"

在几天之内，罗伯逊的氧气管出了问题。老虎基金继9月份亏损10%后，10月份的亏损达到令人震惊的17%，老虎基金蒙羞的方式和长期资本管理公司的经历令人尴尬地相似。正如长期资本管理公司对合理的赌注下注的规模不合理一样，罗伯逊10月的损失反映了其在日元对美元下跌的可能上赌注过大。

老虎基金的损失可以追溯到夏天，当时自信的朱利安·罗伯逊写了一封乐观的给投资者的信。

> 他的基金到7月初增长了29%，他刚与老虎基金的外部顾问从欧洲开会回来。撒切尔夫人和参议员鲍勃·杜尔（Bob Dole）出席了会议，此外还有来自日本和墨西哥的金融界重要人物，罗伯逊关于日元的讨论给大家留下了特别深刻的印象。日本正在放松对金融市场的管制，允许投资者将资金转到海外，而且由于日元的利率刚刚超过1%，似乎很明显日本的储蓄者将抓住机会在投资上赚取更多。这样，由于日本的资本涌向海外，日元会下跌，罗伯逊向投资者明确表示他将做空日元。

事实很快证明，罗伯逊7月的信在两个方面不慎重。正如长期资本管理公司低估了其广义的"降低负债率"所带来的风险——有经验的投资者所进行的导致反套利的赌注——一样，罗伯逊也没能看到"降低负债率"将打击他的日元交易。**正因为日元利率低，投资者借入日元以买入世界各地的头寸，如果他们抛掉头寸，偿还日元，日币将被推高，这和罗伯逊预期的相反。**当俄罗斯的违约使高负债交易者遭受损失，迫使他们出售所持有的头寸时，长期资本管理公司和老虎基金都受到打击。

事实上，8月21日的那个星期五，不仅长期资本管理公司亏损超过5亿美元，导致教授们匆忙结束度假赶回来，老虎基金的日元赌注在那天也开始出现问题。在接下来的一个月，日元对美元上涨了7%，老虎基金超过10亿美元的资金蒸发。

但是，这仅仅只是老虎基金麻烦的开始。正如长期资本管理公司受到非常了解其头寸的竞争对手的重创一样，罗伯逊发现自己陷入了类似的窘境。他辉煌的投资纪录和受欢迎的个性使他成为对冲基金的佼佼者，华尔街急于得到他

每月写给投资者的信。那封7月的信发出的时候，每一个交易者都知道他在做空日元，日元上涨得越多，他们就越预期他被迫购回日元、关闭头寸来止损。10月7日，日元大幅上涨，交易商感觉到罗伯逊要崩溃了。他们将日元推到更高，推测老虎基金被迫退出交易将带给日元持有者可观的利润。

> 到1998年10月8日上午10点左右，日本货币相对于头天早上升值了12%，非常惊人，老虎基金的股本减少了超过20亿美元，在短短一天的时间里，罗伯逊蒸发的资本是他创立老虎基金时880万美元资本的200倍。数年后，2009年4月，摩根士丹利在3个月内损失5.78亿美元的消息就足够令人震惊而登在了《金融时报》的头版。但是，在短短的24小时内，罗伯逊造成的损失是那次的4倍还多。

罗伯逊召集高级助手召开危机研讨会。他们聚集在他气派的领导办公室，在这里能看到曼哈顿的全景，但重要的是大楼中央无窗部分的屏幕上跳跃的数字，从那里交易台看到日元在飙升。该货币在前一天早晨对美元的汇率是130，现在是114，等会议结束后，谁知道会是什么情况！具有讽刺意义的是，与会者无疑要遭受损失，主持这次危机研讨会的不是别人，正是迈克尔·比尔斯，那个在汤姆·沃尔夫给他打电话和他聊了战斗机飞行员的文化后加入老虎基金的军事飞行员的儿子。

比尔斯和他的同事争论说，市场已经不正常，因为它认为老虎基金已经岌岌可危，如果老虎基金能证明它仍然有正确的头寸，就可以让华尔街恢复理智。比尔斯建议老虎基金要进攻，而不是后退。**它不应该像别人预期的那样关闭其日元空头头寸，而是应该以增加其对日元的赌注表现出它的无畏**——一个勇敢的举动将向对手证明它不是那么容易到手的，日元将停止快速上涨。

会议大约30分钟后结束。日元汇率在此期间从114上升到了112，又损失了5亿美元。老虎基金的外汇交易员丹·莫尔黑德（Dan Morehead）匆匆到他的办公室实行比尔斯的计划。他将对日元增加5 000万美元的赌注，赌这一信号将扭转日元的势头。

莫尔黑德打电话给了一家大银行的代理商，他问了美元对日元的双向价格，不想让人知道他是买进还是卖出。通常银行报价只要几秒钟，但这次却有一个长时间的沉默。老虎基金不久将被迫大量买进日元的预期赶走了潜在的卖家，

谁想在老虎基金快要推高日元价格的时候卖出日元呢？由于缺乏卖方，市场也萎缩了，没有贸易，没有价格。莫尔黑德的银行交易商将不得不凭空捏造一个报价，他显然害怕这么做。

> 整整过了半分钟才有回答。银行将以113.5日元对1美元的汇率出售美元给老虎基金，以111.5日元对1美元的汇率买回美元。两个日元报价之间的差距非常大——可能是莫尔黑德在市场正常时见到的价差的40倍。像之前的长期资本管理公司一样，老虎基金发现流动性可能在它最需要的时候枯竭。
>
> “我买！”莫尔黑德说。

在那个时候，接受指令的银行知道老虎基金是不会被挤出交易的。朱利安·罗伯逊和他的员工仍然充满战斗意志！只有傻瓜才会和他们对着干！几秒钟后卖方缺乏的情况突然终止了：银行的自营交易员开始抛售日元，这种抛售将这种突变传递到华尔街的每一个货币交易柜台，日元开始以当天早些时候上升的速度下跌。飞行员的儿子赢了，老虎基金曾经大幅下跌，但总算化险为夷了。

罗伯逊至少在一个方面是正确的。他的关于老虎基金不同于超高负债率的长期资本管理公司的观点是正确的，老虎基金的负债资产比大约是5:1，这使它得以守住日元空头头寸，而没有被迫卖出头寸。但这种正确并没有让老虎基金的合作伙伴感到多少欣慰。在10月份，罗伯逊尽量使他在货币上的损失不超过31亿美元——主要是因为他对日元的赌注，而他的理由没有说服力。

他向他的投资者承认“像水一样流动性极强的日元，其流动性突然像撒哈拉沙漠一样干涸了”，而没有补充流动性消失主要是因为老虎基金的草率。老虎基金做空了惊人的价值180亿美元的这种货币，这个规模几乎是德鲁肯米勒著名的英镑赌注的两倍。通过比他的对手量子基金更雄心壮志地货币交易，罗伯逊造就了自己的撒哈拉。

在这场灾难之后，罗伯逊向他的投资者承诺他将缩减他的货币交易。但是老虎基金在日元上的损失只是后来麻烦的一个预示——那些在科技牛市出人意料的表象下麻烦的预示。

20世纪90年代末期的科技泡沫可以作为对对冲基金的两种看法的考验。一方面是乐观的看法——精明的交易商将分析价格并将价格推至有效水平；另一方面是悲观一些的看法——精明的交易者缺乏将价格推至有效水平的力量，而且因为知道他们的力量有限，他们宁愿利用趋势，而不是和趋势对着干。在我们谈到过的对冲基金中，两种观点都有拥护者。

> 做空投资者——从阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯做的股票，到约翰·梅里韦瑟做的债券，其目的都是买进低估的证券，卖出高估的证券，将价格推至有效水平。同时，像保罗·都铎·琼斯之类的趋势追随者从不了解他们所交易的证券的基本价值，他们在证券走高时买入，下跌时卖出，他们对将价格推回到均衡水平不感兴趣。

如果非理性的市场曾经迫切需要过能让价格有效的套利活动，那么互联网泡沫肯定是一个明显的例子。**股票分析师往往通过看它的收入和可能的增长率来给公司定价，这些衡量了最终流向投资者的资金。**但是在20世纪90年代末涌入市场的科技类创业公司根本没有收入，按照传统的标准，其内在价值为零。不过，投资者还是迫不及待地购买科技股，甚至是某种程度上似乎和互联网有关联的股票。

> 1998年11月，一家辛苦经营的名为百万书店（Books-A-Million）的书商宣布将改进其网站，在这个不起眼的消息宣布后的三天内，它的股价上涨了10倍。第二年3月，一家名为Priceline.com的新公司在交易的第一天上涨了425%，这意味着这个未经检验的机票销售网站被投资者认为比美国联合航空公司、大陆航空公司以及西北航空公司合起来还值钱。航空公司有航空站、着陆点和客机机群，不过这都不重要；Priceline.com有一些软件，几台电脑，以及出现在广告上的《星际旅行》（*Star Trek*）的演员威廉·夏纳（William Shatner）。

对冲基金将如何应对这种不合理的情况呢？**如果他们是乐观主义者，想着要将价格推至有效水平，他们将卖空网络股，直到他们将价格推至一个较为合理的水平。另一方面，如果他们是趋势追随者，他们会选择泡沫并加强它。**对于相信市场的人来说，聪明的投资者错过做空某种显然被高估的证券的机会是难以接受的，实际上，这正是投资者为了证明自己的存在需要做的。毕竟，容

忍高薪的投资经理是因为他们对社会做出了贡献——通过推行有效定价，他们将稀缺的资本分配到对其利用最充分的公司，而不是分配给想着占用稀缺的资本却将其浪费的充满泡沫的新兴公司。但泡沫将资金被引向不知道如何管理的管理人，它们给没有人愿意采纳的商务计划提供资金，而当它们最终破灭，就会给很多投资者带来损失。

但是套利也有限制，就像我们看到的一样。没有任何单个投资者可以自己挤出泡沫，即使是 20 世纪 90 年代末最大的对冲基金——老虎基金和量子基金，其资产管理规模在顶峰时期也不过刚刚超过 200 亿美元，它们难以挑战科技股为主的纳斯达克股票指数的趋势，其总市值超过 50 000 亿美元。由于对冲基金相对市场来说规模仍然较小，针对泡沫的赌注只有别人同样这样打赌才会有好的结果，而一只对冲基金则可能在此期间损失惨重。如果这些损失惊吓到投资者，使他们从对冲基金撤回投资，该基金将不得不在赌注见效前放弃针对泡沫的赌注。**“市场保持非理性的时间可能比你可持续的时间要长。”**这是凯恩斯的名言。过早但正确就等于错误，就像投资者多次发现的那样。

1999 年泡沫膨胀的时候，朱利安·罗伯逊拒绝和泡沫作斗争。他毫不怀疑科技股是太高了，尽管他前一年曾经在做空科技股上亏过钱，并得出结论说没有安全的办法针对泡沫下注。他对做空个别公司很有信心，因为他可以通过做多一只类似的股票对冲出市场整体上涨的风险。但是，当整个科技股的价值都被高估，套期保值就变得困难了：罗伯逊不能做空所有的科技股而同时做多等量的其他资产，因为根本没有这样的等量资产。此外，科技股泡沫似乎是势不可挡的，罗伯逊将纳斯达克比做一辆沿着轨道飞驰而下的火车头，它肯定会脱离轨道，但不知道是什么时候，只有傻瓜才会挡在它前面。

罗伯逊没有和他认为荒谬的泡沫作斗争，而是决定不予理会。在日元的赌注上亏损后，他决心缩减宏观赌注的规模，也决心不掺和科技股。但是，这种策略本身带来了新问题。

> 老虎基金发展到太大，即使在最好的时候也很难有效利用资本，而现在，有两个投资领域被视为禁区，老虎基金的规模问题就变得极其重要。罗伯逊的投资集中在传统的价值型股票上，比如汽车零部件供应商美国辉门公司（Federal-Mogul Corp）以及电力公司尼亚加

拉-莫霍克(Niagara Mohawk),它们都是旧经济的支柱。但是,很难再找到老虎基金可以进行重大股权投资的有吸引力的公司。

罗伯逊的困难由他在美国航空公司的投资体现出来。1996年初,该航空公司的董事会任命了一个降低成本、做出根本性变革的行政长官,同时罗伯逊明智地买进了该公司的大量股份。到1998年夏天,投资见了成效:美国航空公司的股票价格变成了之前的5倍。但是,罗伯逊没有就此罢手卖出股票,而是继续持有——尽管股票的升值意味着他的股份现在的价值是15亿美元,约占公司股份的五分之一,这可是个天文数字。

由于认识到危险,老虎基金的航空业分析师建议罗伯逊在1998年美国航空公司的一次股票回购时卖出部分股票,但罗伯逊拒绝了:"这是我最好的主意之一。"因为给特大型价值投资者的机会有限,罗伯逊准备在他的原始投资早已收回之后继续持仓,而不考虑它已经过于庞大,不再具有流动性。

这种行为的风险很快显现出来。1999年初,美国航空公司报告的利润令人失望,股价直线下跌,在三个交易周内跌去了29%。罗伯逊写信给他的投资者,大胆预测随着市场恢复对旧经济公司的青睐,这只股票有可能在当年年底涨到3倍。但还是没有好消息。7月,该航空公司的机械师投票拒绝工资合同,罢工似乎即将发生;8月,停工使一些航班被迫取消。

随着股票继续下跌,罗伯逊已经不可能在公开市场抛售股票而不引起股票继续直线下跌,他已经成为一个所有者,而不是一个投资者,退出受阻。老虎基金沦落到到处找可以从它手上大量买进航空公司股票的策略性收购者。与此同时,罗伯逊的其他价值型投资情况也不妙:汽车零部件生产商辉门公司在前半年跌了30%,而尼亚加拉-莫霍克公司的股票持平。投资大众正在对老式的价值型股票失去兴趣。罗伯逊在4月写给他的投资者的信中写道:"我们正在经历一个最罕见的市场条件,许多情况下基本面被忽略了。"

到1999年夏季,罗伯逊忽视技术热潮的决定导致了公司的一次危机。

老虎基金在前半年就亏损了7.3%,而与此同时,以科技股为主的共同基金涨了25%甚至更多,在餐桌上进行操作的日间交易员都比罗伯逊的专业人士表现得好。除了1998年秋天日元交易的损失之外,最近的挫折也耗尽了投资者的耐性:继1999年3月份之前的6个月之内

他们撤出30亿美元之后，罗伯逊的合作伙伴在第二季度末又撤出了7.6亿美元。投资者撤出得越多，罗伯逊就越有必要清算资产。而一旦华尔街知道老虎基金将被迫出售，原有的掠夺性本能就回来了。

在每月给投资者的信中，罗伯逊都报道老虎基金持有最多的10只股票，所以关于他的持有没什么秘密可言，当然，他的对手会尽量在他之前抛售。在6月的一个惊心动魄的日子之后，老虎基金将在月底面临30亿美元撤资的谣言引发了疯狂的大幅抛售：老虎基金的投资组合在15分钟内损失了7 200万美元，而且当时大盘是稳定的。后来，该传闻被证实是错误的，但这所带来的安慰实在有限。

1998年，随着经纪人开始收回贷款，长期资本管理公司已经陷入死循环，这也导致罗伯逊就过度借贷的危险写信给他的投资者。1999年，老虎也濒临破产——不是因为经纪人收回贷款，而是因为投资者收回他们的股权。而且，在这两种情况下，麻烦都是因为人人都清楚对冲基金所持有的头寸。那些强调对冲基金的透明度会稳定市场的评论员是时候好好反思一下这个教训了。

从老虎基金的办公室往北一英里，在离中央公园不远处，罗伯逊在量子基金的朋友兼对手正在进行一场差不多的战斗。1999年初，量子基金的掌门人斯坦利·德鲁肯米勒同意罗伯逊认为科技股价格太高的看法，但他的做法不同。德鲁肯米勒没有被市场的势头吓倒，对科技股泡沫下了个没有套期保值的、毫无保留的赌注。

他挑选了12个显著被高估的新公司的股票，对它们做了价值2亿美元的空头。紧接着，它们都势不可挡地向上攀升："他们前一天收在100，第二天开市就到了140。"德鲁肯米勒想起来都不寒而栗。几个星期之内，这个头寸就让量子基金损失了6亿美元，到1999年5月，德鲁肯米勒亏损了18%。在他漫长的职业生涯中，这是第一次面临着亏损的可能。

德鲁肯米勒面临着比罗伯逊所面临的危险更严峻的情况。在过去一年，量子基金上涨了12%，而老虎基金下跌4%，但现在他是站在科技股火车头的前面，而不是只站在一旁，德鲁肯米勒的损失是罗伯逊的两倍。这不可避免地惹火了

投资者。1999年5月，一家名为豪斯曼（Haussmann Holdings）的大型联接基金宣布对索罗斯基金管理公司的投资削减一半以上，而且媒体报道了一系列另谋高就的量子基金的分析师。评论员开始问德鲁肯米勒的传奇是否结束了，有传闻说他可能休三个月的病假。当这些都被极力否认时，另有谣传暗示索罗斯可能厌倦了他性格中的另一面。

然而，一个重要的方面是，面对科技的蓬勃发展德鲁肯米勒比罗伯逊表现得好。老虎基金的价值型投资的传统使得买进泡沫资产对罗伯逊来说几乎是不可思议的，[①] 而德鲁肯米勒融合了传统分析和图表，这使他总的来说更难预测。罗伯逊没有耐性就势头的基础面进行投资，而德鲁肯米勒则完全可以在一个时期追随基本面，在下一个时期却追随趋势。1999年5月，德鲁肯米勒将量子基金的资本分配给一个新雇用的名叫卡森·列维特（Carson Levit）的人，他大量买进网络股。这个曾卖空泡沫资产的怀疑论者现在加入到了这个有前景的投资。两个月后，德鲁肯米勒在爱达荷州太阳谷参加了一年一度的科技和传媒会议。

> 这是一个新经济蓬勃发展的欢庆日：从好莱坞的大牌，到总统参选人，再到硅谷神童，每个人都聚集在壮观的山脚下。甚至可以看到因价值型投资风格遭到泡沫重创的巴菲特穿着开领短袖衫，戴着棒球帽在闲逛，和比尔·盖茨以及迈克尔·彭博（Michael Bloomberg）聊天。

当德鲁肯米勒那年夏天从太阳谷回来，他就有了皈依者的热情。他给卡森·列维特分配了更多的资本，并聘请了另一个科技股爱好者，叫戴安·海凯莱（Diane Hakala），他的嗜好是像个特技飞行员一样旋转，令人眼花缭乱。列维特和海凯莱大量买进德鲁肯米勒曾在前半年做空的同类型股票，德鲁肯米勒后来说，他们“买的全部是这种科技股，我都不知道是什么东西”。

这些科技股为量子基金创造了奇迹。科技股直线上升，威瑞信公司（VeriSign）、高通公司（Qualcomm）和宝石星公司（Gemstar）都被奉为新时代

---

① 罗伯逊拒绝买进泡沫资产不是绝对的。1999年3月，他创造了一个两亿美元的子投资组合投资于科技股，到1999年年底，罗伯逊声称这个投资组合上涨了62%。但两亿美元的资金规模太小，不足以影响老虎基金的前景。据老虎基金发给投资者的报告称，技术和通信部门的总持有量（多头减去空头）相当于老虎基金截至1999年9月30日资本的7%，对比之下，运输部门的持有量占到资本的9%。——作者注

的偶像。尽管量子基金前半年的业绩不如老虎基金，但现在量子基金却从其竞争对手的不幸中受了益。因为老虎基金的投资者撤资迫使罗伯逊抛售股票，他卖出了他在泡沫出现之前购买的韩国电信公司的大量股份。罗伯逊的抛盘压力导致韩国电信在7月和8月下跌了1/3，卡森·列维特以很便宜的价格接手了这些股票，并迅速涨了3倍。

在1999年的最后几个月，德鲁肯米勒从科技股赚的钱比他8年前做空英镑赚的还多。量子基金前5个月下跌18%，到那年年底时上涨了35%，德鲁肯米勒实现了对冲基金历史上的一次大逆转，而这个逆转与推动市场到有效水平没有任何关系。

与此同时，其他对冲基金正在努力和科技股泡沫作斗争。1999年初，一群卖空者选择了与一家互联网服务提供商——美国在线服务（America Online）作对，这家公司采用了一种全新的方法记录其营销开支费用。如果公司花了100万美元吸引新用户，它不是马上把它记为成本，而是将其当做广告，记做投资，一点一点地抵消收入，就像购买厂房和机器的成本一样。卖空者是正确的，这个伎俩并不高明，美国在线最终放弃了。但公司的股价没有打破大步向上的势头——卖空者从会计上来说赢了，但在投资上却输得精光。

> 摩根士丹利的分析师、被《巴伦周刊》称做“网络女王”的玛丽·米克（Mary Meeker）承认，本杰明·格雷厄姆和戴维·多德（David Dodd）的经典教材中提到的老派的价值投资者可能无法看到网络公司的价值，这些公司如果遵守会计规则就会亏损。但这是老问题，在新经济时代，一位银行家说：“没有像格雷厄姆和多德之类的传统投资者更加会投资美国在线。他们会做空它，然后惨败。他们正在学习新模式。”

几个月后，一只名为绿光资本（Greenlight Capital）的对冲基金准备冲击趾高气扬的网络股。它的目标是钦德斯公司（Chemdex），这是个销售化学制品的公司间业务的网络平台。钦德斯公司从通过其网络进行的每一笔交易中赚取佣金，但它却将交易商品的总价值记为收入。这种欺诈行为显得太让人无法忍受，以至于绿光资本的创始人大卫·艾因霍恩（David Einhorn）忍不住想去攻击。

> 他于1999年9月针对钦德斯公司建立了一个大型空仓，当时该公司的股票价格是26美元。但在泡沫失控的环境下，即使是最明显的欺诈也吓不倒其他投资者。12月，摩根士丹利的“女王”玛丽断言：“我们认为钦德斯公司得到了它想要的。”到2000年2月，股价上涨已经超过6倍，达到164美元，这实在令人费解。

毋庸置疑，到2000年年底的时候，钦德斯公司跌到每股两美元。但这已经帮不了艾因霍恩了——他已经被迫在泡沫破灭之前退出了钦德斯公司的空仓，造成了巨大损失。

尽管有时会怀疑对冲基金的卖空者是否可以操纵市场，但1999年的高科技市场赶走了这些疑虑，就像大象赶走屁股上的苍蝇一样。这种操纵随处可见：公司篡改账目，审计师视而不见，投资银行对经它们上市的高科技公司毫不脸红地进行炒作。对冲基金看到它们无法控制这种狂热，大多选择顺势而为。

> 有些人购买了泡沫资产，因为他们相信炒作，或者因为他们的风格是利用趋势牟利。有些人的理由是美联储的货币政策非常宽松，所以时下热门的资产价格会涨到很高。一些人买首次公开发行的科技股，因为他们是这个不确定的游戏中的内部人士：是助长泡沫的一份子，投资银行通过低价发行新股造成对科技股的哄抢，实际上是给可以买到首次发行股票的幸运基金送钱。

总之，对冲基金没有比其他类型的基金经理更倾向于利用泡沫，但也没有比它们进行更多的逆势操作。[①] 虽然泡沫在增长，但只有最勇敢的价值投资者才会莽撞到和它作对。

最勇敢、最莽撞的人就是朱利安·罗伯逊。尽管利用趋势获取了丰厚的利润，老虎基金在第三季度还是损失了17%。投资者的撤资还在继续：当1999年9月底可以开始赎回后，整整13亿美元撤出了罗伯逊的公司。在一年的时间内，老虎基金从1998年8月顶峰时期的210亿美元的资产减少到95亿美元，其中大约50亿美元的撤资是因为客户用他们的钱拉票。对罗伯逊来说，损失的不仅仅

① 一项关于在此期间对冲基金的学术研究证实，它们的投资组合很大部分是科技股，尤其是在1999年第三季度。科技股从占股票投资组合的16%在短短三个月内增长到29%，尽管科技股在9月底只占美国股市的17%。——作者注

是钱。

> 他把老虎基金当做他的家人，是他与优秀经纪人和朋友联系的平台。他掌管着一个特殊的团队，领导着团队西进，他不习惯被打败，像他正经历的这种丢人的溃败就更少。有时，在他最低迷的时候，他会打电话给他的老部下约翰·格里芬——他现在掌管着自己的对冲基金。“约翰，你能相信我接到一封自 1982 年就投资于老虎基金的人的信吗？”罗伯逊说，“他说他要买房子，他要撤资。他就是不再信任我了。”

为了减缓撤资的速度，罗伯逊宣布允许投资者赎回资金的频率从每年的 4 次变为两次。但是，尽管相对于在未来十年中对冲基金对客户撤资的限制来说，这根本不算什么，但罗伯逊还是放弃了他的新政策。他的投资者抗议说，他们已经通过在过去那可怕的一年继续投资于这个基金证明了他们的忠诚，为什么他们现在非得被拖下水？罗伯逊承认他们说得有道理，但对冲基金经理的后继者从他的失败中吸取了教训，为了减少可撤回资本和潜在的流动性不强的资产之间的不匹配，他们允许投资者撤回资金的频率更低了。

因为无法锁定资金，罗伯逊被迫出售头寸，而不论这些头寸是否有流动性。这使他成为容易受攻击的目标，他的对手知道他要抛售什么，他们会预先做空。

> 1999 年 8 月至 10 月之间，随着老虎基金解体的传言愈演愈烈，美国航空公司做空的股数从 160 万上升到 380 万，使得本来已经下跌的股价另外下降了 1/10；9 月至 10 月之间，美国辉门公司的卖空从 370 万股增加到 650 万股，迫使股价下跌了 80%。罗伯逊在过去的一年售出了约 400 亿美元的股票和 600 亿美元的其他头寸。

反思老虎基金规模巨大的清盘，有些人认为老虎基金没有倒闭是一个奇迹。老虎基金的首席运营官菲利普·达夫（Philip Duff）反问：“有多少金融机构的资产负债表可以缩减 1 000 亿美元的规模？”他补充说：“可能没几个能挺过去。”

截至 1999 年底，罗伯逊的语气开始流露出末日确实到来的意思。他向他的投资者承认一项伟大的科学技术可以改变人们的生活，却不会为投资者创造利润。他指出，老虎基金的投资组合里的公司经理们开始回购其股票，这表明他们认为他们的股权很便宜，而高科技公司的经理们则急切地想出售自己公司的

股份。他在12月写道："我们处于对科技股完全失控的狂热中，与此同时，多数其他股票却处于崩溃状态。我从来没有见过这样的两极分化情况，调整势必要来临了。"接下来的一个月，罗伯逊透露了"大众非理性的"行为给他的挫败感："在12月份将纳斯达克的一些不盈利的公司推高38%的是大众，肯定会有算总账的时候。"

算总账的日子确实来了，就在罗伯逊预测之后不久。2000年3月10日，纳斯达克指数达到了顶峰，在接下来的几个星期，历史上最大的泡沫之一被挤出来。但是，这种反转来得太迟了，到纳斯达克指数开始下降的时候，罗伯逊已经决定退出，他被打击得太厉害，不想去改变它了。3月30日，纳斯达克指数与高峰时相比跌去了15%，罗伯逊对他的投资者透露了这一消息。经过几个月向他们保证总会峰回路转之后，他承认他等烦了，理性的估价方法退居到"鼠标点击和势头"之后，他受不了更多的损失了。由于投资者撤回资本，非理性的市场持续的时间比他保持偿付能力的时间更长，就像凯恩斯曾经警告的那样。是老虎基金谢幕的时候了。

在老虎基金捱过泡沫的最后阶段的时候，量子基金享受着有点让人紧张的胜利成果。1999年年底在技术股上的巨额利润使德鲁肯米勒幸免于下跌的耻辱，但任何人都可以看到这种势头终归要结束。在量子基金的每周研讨会上，德鲁肯米勒担心泡沫随时可能破裂，讨论围绕着如何预期这种破灭而进行。像是为了加强他的焦虑似的，以科技股为主的纳斯达克指数在2000年1月大幅下挫，然后转头向上创下新高，波动性高得令人恐怖。2月份，看着一家名为塞莱拉基因（Celera Genomics）的生物技术公司股价飞涨，德鲁肯米勒对量子基金的交易员说市场疯了，他得快点退出。

> "我只是想告诉你我把什么都卖了，"德鲁肯米勒告诉索罗斯说，"该死的，这真是疯了。"
>
> "我真的很高兴你这么做了，"索罗斯回答，"我对这个觉得不踏实。"

德鲁肯米勒适时地卖出了科技股，将重点放在货币上。这是一个潜在的胜利时刻：量子基金的掌门人在泡沫破裂前卖出了，他重新将重点放到他的强项

上——做一名宏观交易员。但是，市场对德鲁肯米勒的讽刺几乎和对罗伯逊的折磨一样残酷。

首先，德鲁肯米勒对欧洲新兴的货币——欧元下错了注；其次，他卖掉的纳斯达克的股票还在继续往上涨。量子基金内部的新经济爱好者卡森·列维特和戴安·海凯莱仍然在掌管技术股的子投资组合，利用泡沫在赚钱，突然老板担心的东西变了：之前担心泡沫可能会破灭让他难看，现在他担心丢了面子——他怀疑新经济，误判了欧元走势，而现在这些人和他们的科技让他很丢脸。德鲁肯米勒反复无常已经不是第一次了，他买回了他所有的科技股，让列维特和海凯莱来操作。大好形式一度再次出现。

然后，3 月 10 日，纳斯达克转向了，量子基金持有的许多股票的下降速度甚至超过了市场。德鲁肯米勒自己曾是威瑞信公司的大买家，其股票在一个月内跌了差不多一半，跌得连卖掉都难。德鲁肯米勒后来说："我知道我完了。"到 3 月底，量子基金损失了资本的约十分之一。德鲁肯米勒曾积极避免了太多次损失，但还是没能在游戏结束之前逃脱亏损的命运。

德鲁肯米勒离开办公室，到佛罗里达度假。一年前，他曾率领量子基金起死回生，而现在，他缺乏这样做的意愿。和他的朋友朱利安·罗伯逊一样，他太过疲惫，不想继续了。尽管罗伯逊关闭老虎基金似乎是阴差阳错，但德鲁肯米勒发现他竟然羡慕罗伯逊重获自由。他告诉他的妻子："钱应该是拿来享受的，但是如果我不能和我的孩子一起享受两个星期，这些有什么意义呢？"他肩负量子基金的重任长达 12 年，他受够了。

德鲁肯米勒告诉索罗斯说："我累了，筋疲力尽了，我去年全力弥补亏损，但现在我办不到。"

索罗斯看着德鲁肯米勒，看到他有着自己曾经感到过的绝望。多年前，当他几乎是独自一人运作量子基金的时候，索罗斯痛恨这个事情让人精疲力竭，他把自己比做一个依附性的基金在他体内无情膨胀的病人。德鲁肯米勒一段时间以来一直在说，他希望量子基金没有做这么大，他需要某种发泄，他不能永远这样下去。最后，索罗斯表示，德鲁肯米勒只有关闭这只基金，才能让自己

自由。这是一种昂贵的逃避方法，但它肯定是有效的。[①]

2000年4月28日，索罗斯召开新闻发布会。他宣布量子基金当年下跌了21%，同时，索罗斯基金管理公司的资产自1998年8月以来下降了76亿美元，1998年8月时他们的资产高达220亿美元。他解释说，斯坦利·德鲁肯米勒在工作这么多年后要离开了，而量子基金从此将作为一个稳重的、低风险的捐赠基金来管理。在短短一个月内，两个最大也最有名的对冲基金落下了帷幕。索罗斯遗憾地说：**“我们必须认识到，像量子基金之类的大型对冲基金已经不再是管理资金的最好方式了，市场变得非常不稳定。”**

至此，索罗斯似乎不再涉足他曾做出努力创造的这个行业了。但他大错特错了，现在为对冲基金写墓志铭还为时尚早。

① 回想德鲁肯米勒当时的情绪，索罗斯说："他疲惫是因为他忠于职守，尽心尽力。而另一方面，他认为这超出他的承受范围了。他不能让自己真正离开，因为这种不经意，造成了他只有关闭才能离开的情况。一种昂贵的方式……" ——作者注

第12章

机构投资者，对冲基金的新活力

2001年6月1日，2 920人出席了曼哈顿西边的雅各布贾维茨会展中心（Jacob Javits convention center）的晚宴。他们是来参加那年夏天的一个盛大的仪式——罗宾汉基金会的筹款盛会，这是在1987年崩溃后保罗·都铎·琼斯创办的一个慈善机构。经过13年的运作，罗宾汉分发了超过9 000万美元给纽约市抵制贫穷、青少年怀孕以及文盲的组织，2001年的聚会有可能将活动带到一个新水平。

> 客人涌到混着雨林风味的迪斯科情绪的鸡尾酒区：数百根绿柱子往上升了近20英尺，一个绿色的树梢形象投影到墙上，一束不断变化的绿光扫过这个名人聚集的房间。有女演员梅格·瑞恩，棒球名人基斯·赫南德兹（Keith Hernandez），新闻主播汤姆·布罗考（Tom Brokaw），以及许多对冲基金经理。宴会承办人极度紧张地做着生意，拿着荧光指挥棒的交通警察将服务员指派到厨房各地。

罗宾汉基金会的晚宴证明，索罗斯给对冲基金的墓志铭说得过早了。斯坦利·德鲁肯米勒本人是该活动的赞助人之一，离开量子基金后马上又重新回到了市场，他现在经营着自己的公司——杜肯资本管理公司。

> 这些巨头出席了这个聚会，出5 000美元买张门票，并在拍卖会上使劲投标。一位客人付了540 000美元得到和一名成功的金融大亨共进午餐的特权；另一位付260 000美元购买了“成为明星”套装，

包括担任罗素·克洛（Russell Crowe）主演的《美丽心灵》中的一名群众演员，扮演德鲁·巴里摩尔（Drew Barrymore）主演的《双层公寓》中的一个小角色，以及与好莱坞情侣凯瑟琳·泽塔琼斯和迈克尔·道格拉斯共进晚餐。保罗·都铎·琼斯的妻子索尼娅（Sonia）出价420 000美元参加麦当娜和格温妮丝·帕特洛执教的瑜伽课程——“来吧，你不能自己放松的！”喜剧演员杰里·塞恩菲尔德（Jerry Seinfeld）在主持拍卖这个项目时劝告大家。拍卖一结束，餐厅周围的墙撤掉了一块，五彩纸屑喷到客人身上。广为上了点年纪的成员所知的“齐柏林飞艇”乐队（Led Zeppelin）的主唱罗伯特·普兰特（Robert Plant）大步走到舞池。

到2001年那天晚上，琼斯的基金会已经筹集了1 350万美元，这表明对冲基金的财富已成为一股重要的社会力量。与此同时，索罗斯的开放社会研究所——历史最悠久、最大的对冲基金慈善事业，每年支出4.5亿美元；2002年，将欧洲投资者的钱投入保罗·琼斯的其他对冲基金的阿帕德·布森（Arpad Busson）创立了ARK慈善基金会——无保留援助儿童基金会（Absolute Return for Kids），他在伦敦的地位可与罗宾汉基金会在美国的地位相媲美。

但对冲基金的慈善事业影响最大的不在这里——不在于慈善机构筹集的资金，而是在于那些投资于他们的捐赠基金的利润。到21世纪初，对冲基金收益中的数十亿美元进入大学的金库，提高了从支持科研到为贫困家庭的学生提供奖学金等所有活动的能力。而且，正如这种繁荣改变了对学习的看法一样，它也改变了对冲基金的特点。随着它们吸纳机构资金，对冲基金变得更壮大、更娴熟、更有条不紊，它们正在成为一个真正的产业。

首先将捐赠基金和对冲基金融合起来的是耶鲁大学的大卫·斯文森。

他身材高大、削瘦，生活简单、头脑发达——一个朋友称他是“刻板的美国中西部人士”，他拥有的最重要的特征是极强的道德感。他在威斯康星州的雷河长大，通过教会团体创办了一个回收俱乐部；他的母亲和姐姐是路德会会长，他的抱负就是遵循这个国家进步的政治传统，并希望当选为参议院议员。但在注册了耶鲁大学经济学博士课程后，斯文森另辟蹊径。他结识了未来的诺贝尔奖获得者詹姆斯·托宾，

了解了华尔街最杰出的债券公司所罗门兄弟公司——这家公司为他的论文提供了市场数据。他爱上了金融，爱上了耶鲁这个环境。

当1980年斯文森念完博士，所罗门兄弟公司立即聘请了他，他在华尔街的竞争氛围中成长起来。1981年，他通过参与设计第一个货币互换而改写了金融历史，那个互换是IBM和世界银行之间的协议，允许科技公司对它们在瑞士法郎和德国马克的头寸上套期保值。第二年，他被雷曼兄弟公司挖走，去掌管银行新成立的互换柜台。

但在1985年，当他以前的教授游说他接管耶鲁麻烦的捐赠基金时，斯文森欣然接受了，为了大学校园里的一间摆满了书的办公室，他放弃了投资银行的奖金，收入降低了80%。数年后，一名华尔街的崇拜者表示，斯文森如果把他的才能用于管理对冲基金的话，他本可以成为亿万富翁的。这名崇拜者问道："你怎么回事？"斯文森回答："遗传缺陷。"

当斯文森接管耶鲁大学捐赠基金的时候，该基金四分之三以上的资产投资于美国股票、债券和现金，只有十分之一投资在所谓的"另类投资工具"上。简而言之，它和其他大多数大学捐赠基金类似。对一个从华尔街的新世界回来的年轻人来说，这似乎有点太平淡无奇，况且，这是对斯文森的导师托宾的一种侮辱，他曾帮助建立了在经济学中分散投资的策略是免费的午餐的思想。斯文森推断，在现代金融体系中，分散投资不仅仅意味着同时持有美国债券和股票，像外国股票、房地产、私募股权、石油、天然气以及木材都提供了大幅分散风险却增加资本性投资回报的方式。还有另一种资产让斯文森喜欢，他称之为"绝对回报"，在今后几年中，这个词进入了投资词典——它是对冲基金的代名词。

作为伦理学家的斯文森并不想帮助对冲基金经理赚钱，但作为经济学家的斯文森对对冲基金的激励机制印象深刻。他知道，投资基金越大，基金经理就越难创造收益，所以他不喜欢与经理的资本积累量挂钩的费用，而是喜欢反映大多数对冲基金收入的绩效费。他意识到单靠绩效费会导致太多风险——对冲基金经理可以拿到上涨时的五分之一，但在搞砸的时候却没有相应的惩罚。因此他找出有其自己的储蓄在基金中的对冲基金经理，并鼓励找出更多这种基金经理。但斯文森真正感兴趣的是对冲基金利润的规模和来源，对冲基金确保与市场指数不相关的投资规模的回报，提供分散投资这种免费的午餐。

斯文森没用多久就成为了对冲基金的粉丝。在他接手掌管捐赠基金两年后，1987 年，一个耶鲁大学的校友拜访了他，那人在校友返校的足球比赛上听说了他的职务。校友说他在西海岸有一个小型基金，也许耶鲁基金可以投资于他。斯文森和他的副手迪安·高桥（Dean Takahashi）听了他的推销。

"我们不感兴趣，"他们告诉这个恳请者，"我们永远都不会感兴趣。"

这个恳请者是汤姆·斯泰尔（Tom Steyer），他的对冲基金叫法拉龙。斯泰尔故意显示他金红色的发线、整齐的鬓角以及褪色编织护腕，虽然他在纽约长大，但他表现出的却是旧金山的收养家庭中的氛围。

> 他热情洋溢、幽默、自信；他可以在谈话中加入涉及体力和脑力的内容，像他在大学时当足球明星一样体力和脑力并重。斯泰尔还有一个后来吸引斯文森的特质：他的是非感非常强，这使得他的一切，从他的生活风格到他做生意的方式，都变得多姿多彩。斯泰尔将法拉龙建成世界上最大的对冲基金之一后很久，他都以他的老爷车、他商业飞行的习惯以及他对时尚的完全漠视而闻名。他的办公室的开放式走廊中间有一个办公桌，他的身后是旧金山美丽的全景，只不过斯泰尔放下了窗帘。

斯泰尔于 1985 年成立法拉龙，和斯文森接手耶鲁捐赠基金是同一年。他的部分动机是希望摆脱华尔街的生活到西海岸，还有一部分就是那种是非观念。

> 作为一个摩根士丹利的年轻分析师，他失望地发现投资银行顾问即使错误也可以得到报酬，听起来有说服力比实际上正确更重要，因为其目的只是要从客户那里收费。从斯坦福商学院毕业之后，斯泰尔曾在未来的财政部长罗伯特·鲁宾掌管的合并套利单位工作过；后来他来到高盛，这里更适合他：高盛做的生意只有在高盛正确的时候才得到报酬，尽管利润在雇员间的分配有时会引起一些纷争。

斯泰尔认为，成立一个独立的套利基金是合乎逻辑的下一步。他从一个对坏的投资行为不需要负任何责任的公司开始，转到一个集体负责任的公司，但这并不总是反映个人的贡献。现在，通过创办一只独立基金，斯泰尔将独立运作，他的回报将直接反映他的投资行为的质量。

斯泰尔在旧金山市中心租了一个有几张桌子的便宜场所，一张桌子自己用，一张给合作伙伴。[①] 他早晨 5: 30 乘坐电梯到他的办公室，拿着他的咖啡和面包圈，随时准备分析在纽约交易日开始时的合并行动。

当收购价宣布时，目标公司的股票会最大程度地靠近出价。例如，如果交易价是 30 美元，而出价为 40 美元，它可能上升至 38 美元。这给了斯泰尔一个选择，如果他买了股票，而合并顺利完成了，他可以每股赚两美元；但如果合并取消了，股价回落至原来的价格，他将损失 8 美元。知道是否应该冒 8 美元的险赚两美元需要专业技能：你必须判断反垄断监管机构是否会阻止合并，或者股东是否会反对，你必须估计另一个收购者的出现，将股票价格推至 40 美元以上的可能性。

斯泰尔万分热情地工作，有时似乎过了头。当他在 1987 年的股市大跌中遭受一些损失后，他开始凌晨三点出现在办公室，他的太太一直陪着他担心他做傻事。但是，尽管经历了 1987 年的打击，斯泰尔的表现仍然非常出色：一个在高盛的柜台分析过公司合并的从事套利的人在旧金山的工作台也可以做得一样好，尤其是当他全身心投入的时候。通过购买将达成交易的目标公司的股票，斯泰尔赚取利润，月月如此，而且通过卖空收购公司，他将大盘变动的风险对冲了出来。

到 20 世纪 80 年代末，斯泰尔扩大了范围。这从一定意义上说是一种生存战略，因为当 1989 年垃圾债券市场崩溃的时候，收购热潮趋于停止，这使得合并套利者没什么合并可分析。但斯泰尔也是在进攻：垃圾债券的崩溃创造了一个将他的分析才能运用于另一个领域的机会。

垃圾债券市场中的公司一个一个地申请破产，能够搞清破产债务中哪些该买的投资者肯定可以获得可观的回报。更妙的是，养老基金、共同基金和其他机构投资者被迫卖出垃圾债权，因为制度禁止他们持有违约公司的债券，所以他们被迫低价卖给法拉龙之类的灵活玩家。

当垃圾债券市场的中流砥柱德崇证券在 1990 年申请破产时，斯泰尔以几美分的价格买入其债务的一大部分，当他 1993 年卖出他的股份时，法拉龙投资组

---

① 这个合作伙伴是凯蒂·霍尔（Katie Hall），她在摩根士丹利和斯坦福商学院认识了斯泰尔。——作者注

合的利润率达到35%。[①] 因为德崇证券这笔交易，斯泰尔两头获利：他从德崇证券的债券所实现的合并中获利，也从德崇证券的破产中获利。

斯泰尔创造了后来称为“事件驱动型”的对冲基金。他专门研究导致现有的市场价格错误的事件，那些某种崩溃突然导致市场约定俗成的观点不起作用的时刻。在收购前，一个公司的股价体现了预期未来收益的投资者的结论：从公司已经被彻底分析过这个意义上来说，价格是有效的。在收购后，之前的预测变得混乱，现在，分析师得看收购溢价的大小、它有可能实现的时间以及它的折扣率，等等。同样地，一个如破产之类的事件也会毁掉以前关于这家公司债券价值的共识，面临的挑战同样是重新考察破产债券可能产生的现金流。

在德崇证券这笔交易之前，关于斯泰尔业绩的消息就已经传到了斯文森的耳朵里。斯泰尔赚取很高的收益，无论股市上涨还是下跌，因为他分散了风险。斯泰尔通过集中于稳定的价格被破除的机会来获得利润，对于了解有效市场假说局限性的金融经济学家来说，这种成功不仅仅是运气。这两个因素足以使斯文森重新考虑之前拒绝在法拉龙投资的事，但在斯文森采取行动之前，他得先考察斯泰尔这个人。他希望他的合作伙伴有诚信，但是他想要的东西还有很多，打败市场只对那些充满激情的人来说才有可能。斯文森后来写道：“伟大的投资者往往有点‘毛病’，目的不是为了盈利，而是为了消遣。”

当耶鲁进行尽职调查时，他发现斯泰尔拥有捐赠基金所希望的一切特质。

> 他不是因为渴望奢华而运作对冲基金，你只要看看他的办公室就知道了；他和斯文森一样喜欢纯粹的补偿激励机制，坚持让法拉龙的员工将他们的存款放在基金里，使他们在赔钱的时候感到痛苦。斯泰尔也有“高水位线”条款，这意味着如果他的基金下跌，在将投资者的钱赚回来之前他不会收取费用。

1989年秋天，斯文森飞往旧金山，他去了法拉龙破旧的办公室，并对他所看到的一切表示赞成。但当斯文森与斯泰尔以及法拉龙的另一合伙人弗勒尔·费

① 斯泰尔回顾说，关于德崇破产的传统看法是：“德崇做过的所有事情都是不正当的，他们拥有的东西都一文不值，这些公司都是一个笑话。大家都知道，其实不是这样的。所以，如果你可以针对这个完全被接受的谎言出价——这也是我们所做的——那么你就可以赚大钱。”——作者注

尔曼（Fleur Fairman）一起吃了一个便宜的午餐时，他重复了以前的结论——耶鲁不会投资于他们。他直截了当地说，如果他们的战略出了问题，对冲基金会对他们的客户不利。对冲基金不会像“高水位线”的条款所说的那样，无偿工作将资金赚回来，而是会关门大吉，然后换个名字，找一批新的投资者重新开张。

> “你看，我们不想这样做的原因在于这种模式，如果你亏了钱，你不想赚回来，你可以关掉，然后创立一个新基金。这是整个模式的问题。”
>
> 斯泰尔想反驳，但被费尔曼抢了先。她叫道：“那是废话一堆！”斯文森看得出她很生气。“如果你认为我们是这样的，我们也不希望你的钱放在这里！”费尔曼恼火地说，“你根本不知道我们是怎样的！你这么说实在可笑！”

这比斯文森期望的任何反应都好。他发现了他想要的诚信：费尔曼对诚信如此重视，甚至别人只是提出质疑她都会大发雷霆。

1990 年 1 月，耶鲁大学投资于法拉龙，投了 3 亿美元到斯泰尔的基金，将他的资本增至 9 亿美元，并开始逐步改变对冲基金对社会的影响力。

斯文森与斯泰尔的合作始于耶鲁基金的重新投资，却最终改变了几乎所有捐赠基金的投资风格。在和法拉龙合作之前，耶鲁基金持有少量的私募股权和木材之类的“实物资产”，但没有任何投资在对冲基金。五年后，也就是 1995 年，在耶鲁基金的投资中，对冲基金所占比例猛增到 21%，另有 31% 投资于私募股权和实物资产。其他大学紧跟其后，虽然要滞后一些。

> 对于一个普通的大学捐赠基金，分配到对冲基金的份额已经从 1990 年的零比率增长到 2000 年的 7%。在网络泡沫破灭之后的几年里，尝试参与对冲基金的捐赠基金回报非常可观：从 2000 年 7 月到 2003 年 6 月，标准普尔 500 指数下跌了 33%，而对冲基金的 HFR 指数上涨了 10%，耶鲁基金就在这一时期增长了 20%。

几年之后，当耶鲁大学庆祝斯文森到校 20 周年时，他的投资决策因为创造了耶鲁大学捐赠基金 140 亿美元中的 78 亿美元而闻名，这个数字使他的表现在

任期内优于大学基金的平均水平。整整78亿美元：这是个惊人的数字！有了让像哈克尼斯（Harkness）和梅隆（Mellon）等众所周知的捐助者黯然失色的斯文森，对冲基金不再只是让富人更富的工具。到2009年，对冲基金大约有一半的资本不是来自于个人，而是来自于机构。

捐赠基金的资金涌入表明对冲基金这个行业远未衰亡。2000年初，当索罗斯宣称对冲基金时代结束的时候，对冲基金的资产是4 900亿美元；而到2005年底，其资产已经达到1.1万亿美元。索罗斯的说法对他那种类型的交易员来说不算全错：新世纪刚开始几年相对来说是宏观型对冲基金的时代，但现在已被法拉龙之类的事件驱动型基金取而代之。[①]

> 法拉龙的资产从2002年的80亿美元激增至2006年的160亿美元，模仿者也蜂拥而至。由罗伯特·鲁宾在高盛套利小组的另一资深人士创建的奥奇-兹夫资本管理公司（Och-Ziff）在同一时期从60亿美元增长到140亿美元。鲁宾的另一分支佩里资本公司（Perry Capital）从40亿美元增长到110亿美元。这个"鲁宾三人组"从资产规模上很快就超过了商品公司的三个人。到2006年，卡克斯顿、都铎和摩尔总共集中了350亿美元，比法拉龙、佩里和奥奇-兹夫的总资产少60亿。而且，其他许多鲁宾以前的门徒——包括弗兰克·布罗森斯（Frank Brosens）的塔康资本（Taconic Capital）和爱德华·兰伯特（Edward Lampert）的ESL投资公司——发展得都很好。在对冲基金的家谱中，也许只有朱利安·罗伯逊比他的追随者多。

令人印象深刻不只是事件驱动型基金赚取的利润。从向提出质疑的监督委员会汇报的捐赠基金管理人的角度来说，回报也让人满意。像保罗·都铎·琼斯之类的宏观交易员可能谈论康德拉季耶夫长波理论和突破点，而对一般的投资委员会来说，这是骗人的鬼话。这些人研究过复杂的法律，他们知道某个合并是否会通过，他们知道某一特定法院的某一特定的处理破产案件的法官会如何处理次级债券某一特定的部分。有了这种优势，他们当然会赚钱！此外，捐赠

① 据对冲基金研究公司（Hedge Fund Research）的数据，2000年，事件驱动型基金的资产为710亿美元，占行业总数的14%；2005年，其资产达到2 130亿美元，占行业总数的19%；2007年，资产为4 360亿美元，占行业总数的23%。——作者注

基金监督委员会发现，事件驱动型基金的成功是因为其他人都有进入障碍，机构投资者有迫使他们出售违约公司债券的规定，所以他们不得不对斯泰尔和他的模仿者忍痛割爱。在对冲基金中作为捐赠基金主要投资者的富人越多，对冲基金的投资策略就越有必要被理解。如果富人愿意的话，他可以将他的个人财富都押在一个神秘的天才身上，捐赠基金委员必须得用幻灯片来讲解，以维护自己的立场。

借着利润和透明度，事件驱动型基金保证了稳定性。它们的杠杆效应用得很少——这在长期资本管理公司崩溃之后本身就是一个卖点，而且它们的回报率几乎是奇迹般的稳定。

> 法拉龙的稳定性非常出名：1990 年—1997 年间，没有一个月基金有亏损。因此，法拉龙的夏普比率，一种对风险调整后回报的衡量，比股市大盘高出大约 3 倍，使其成为捐赠基金投资存款非常有吸引力的地方。即使在网络泡沫疯狂的颠峰时期，斯泰尔也一直稳打稳扎。他没有像斯坦利·德鲁肯米勒一样利用泡沫，也没有像朱利安·罗伯逊一样被它蹂躏，而是用他的方法来分析那个时代的惊人收购战，由此对冲出市场风险。在市场崩溃将德鲁肯米勒和罗伯逊都覆灭的时候，这种策略看起来自然很不错。

总而言之，事件驱动型对冲基金正在创造合理的、稳定的回报，而且这种回报反映的是纯粹的投资技巧，与市场指数无关——这就是终极目标，捐赠基金顾问称为“α”的点金石。机构资本也纷纷涌入他们的基金。然而事件驱动型对冲基金的胜利并没有消除风险，即使像法拉龙之类的巨星也有风险，只是很少有人怀疑。

到20 世纪 90 年代末，法拉龙公司已经在旧金山雅皮士聚集区时尚的高楼中办公。上层的工作区是一如既往的简单朴素，但外面的草坪上有一个亨利·摩尔（Henry Moore）的雕像，还可以看到人们在草坪上吃有机三明治。从这个安静的地方，斯泰尔的小公司的投资活动延伸到越来越远的领域。

> 1998 年，就在其竞争对手奥奇－兹夫资本管理公司和佩里资本到伦敦没几个月，法拉龙就在伦敦创办了一个合并套利公司。它收

购了一家破产的阿根廷纺织品和鞋的制造商——阿尔帕加塔斯公司（Alpargatas）的股份，启用了新的管理人员，改组了公司的债务，很快就有大约2 000名闲置的阿尔帕加塔斯的工人重新就业，法拉龙证明了它可以通过在边远国家行善事而做得更好。但是，接下来的事情就完全是另一回事了。2001年11月，法拉龙着手买下印尼最大的银行。

法拉龙的目标中亚银行（Bank Central Asia）由林绍良（Liem Sioe Liong）成立。林绍良是印尼首富，也是这个国家的现代化独裁者苏哈托的铁哥们。

林绍良的企业集团据说占印度尼西亚产值的5%，面粉行业可以最好地解释他成功的秘诀。靠着他和苏哈托的关系，林绍良安排印尼政府以补贴价格将进口小麦出售给他，然后再以标高价格从他的面粉厂买回来，如果你能搞定，绝对是划算的买卖。因为没有竞争压力，林绍良在雅加达的面粉厂发展为世界上最大的面粉厂；第二大的在泗水，也在林绍良的旗下。而且，虽然面粉厂本该将面粉回售给政府，但却有大量面粉流入到林绍良的另一企业印多福公司（Indofood），这家公司控制着印尼方便面市场90%的份额。用类似的方式，林绍良在咖啡、糖、橡胶、水泥、大米和丁香上发展势头强劲。一个像他那样的人自然需要他自己的银行，而且那个银行自然是全国最大的银行。

当法拉龙粉墨登场的时候，林绍良的集团已经崩盘。这位最高负责人通过将公司的大量股份给苏哈托的亲属对政治风险进行了套期保值。但是，使索罗斯和德鲁肯米勒亏本的货币危机在印度尼西亚引发了一场缓慢的变革，最后以苏哈托政府倒台告终。从这一刻起，林绍良的政治保险政策成为了一个显眼的目标——倒台的总统的朋友现在成为人民的敌人。

暴乱者闯入林绍良的大院，烧毁了他的汽车，打破了他的中国花瓶。因为没了政治保障，林绍良的企业破产，而且由于他的贷款有许多来自于中亚银行，他们有可能将银行一起拉下水。为了消除存户的恐慌，政府不得不出手相救。

法拉龙擅长于事件驱动型投资，但苏哈托政权垮台是比一般的收购声明更极端的事件：数百万人陷入贫困，数千名示威者在与警察的冲突中死亡，数百

家企业被洗劫一空。许多印尼人将这场灾难归咎于西方的对冲基金，而在该国的美国金融家们因为收到死亡威胁已经记录在案。但法拉龙越研究印度尼西亚，就越觉得购买不良资产的机会不容错过。

> 印尼政府是典型的非经济卖方。国际货币基金组织让它卖出之前被迫拯救的私营部门的大量股份，并且是不惜一切代价这么做。正是因为大部分金融玩家不会进入这个国家，法拉龙可以预计对不良资产的招标竞争不会很激烈。在1997年的危机中，对冲基金通过对为其货币定下不合逻辑的高价的政府下注来盈利。因为这些危机的后遗症，对冲基金也可以对为其经济中破产的好公司定下不合逻辑的低价的政府下注来盈利。

到2001年秋天，法拉龙积累了价值10亿美元的印尼头寸。它购买了印尼的第三大水泥企业西比龙水泥公司和最大的汽车制造商阿斯特拉国际企业集团的股份，收购了雅加达集装箱港口码头，并将其出售给中国香港的和记公司（Hutchison）。后来有一天，法拉龙在印度尼西亚的先遣兵雷·赞奇（Ray Zage）收到一条来自政府熟人的非同一般的消息——中亚银行将很快重新私有化，法拉龙想不想投标呢？

这是一个让人难以置信的建议：一个小型的旧金山基金将接管世界上最大的穆斯林国家的经济支柱。法拉龙撑死也不过几十名员工，而中亚银行有800万个账户和800家分支机构；法拉龙是高盛的套利文化再加上些加利福尼亚州的冷静的产物，而中亚银行一直是印尼裙带资本主义的体现。斯泰尔从高盛在中国香港办事处挖过来的那位衣冠楚楚的英国银行家安德鲁·斯普克斯（Andrew Spokes）后来承认这笔交易让他们全力以赴了：我们有点撑不住了。在说这句话时，他冷冷地检查他的袖口，听起来像20世纪80年代穿着晚礼服滑雪的007。

到中亚银行的机会出现时，由于“9·11”恐怖袭击事件，印尼的情形比以往任何时候都更具不确定性，这个饱受经济灾难和政治革命蹂躏的国家似乎很容易受到伊斯兰极端主义的攻击。加利福尼亚州庞大的退休基金——加州公共雇员养老基金（CalPERS）准备宣布它不会在印尼投资，甚至无畏的高盛也缩紧了可接受的对印尼投资的规模。法拉龙团队在对该国进行定期访问时开始变得

谨慎，特别是当该团队发现自己处于外国人聚集的地方的时候，雷·赞奇认为海关检查站到机场的的士车队之间是天然的恐怖袭击区。斯普克斯实事求是地回忆说："我记得雷·赞奇说过，不要在那里遭到恐怖袭击就好了。"

法拉龙着手评估购买中亚银行这个项目。事件驱动型投资者的准则是将闲扯与恐慌区分开来，注重价值：**当市场价格不再具有指南作用时，你得根据一个资产所能产生的现金流量来决定购买该资产的投入。**斯普克斯通过中亚银行是林绍良的裙带资本主义帝国中心的名声而把重点集中在三点上。

> 自从国有化以来，该银行给林绍良企业的不良贷款已经由特别的债券所取代，因此，它不再依赖于那些破产的裙带公司来还款，而是依靠印尼这个国家的还款，中亚银行更像是一个政府债券基金，而不是一个银行。此外，中亚银行享有来自散户存款者的廉价资金，与大多数其他债券不同的是，中亚银行还可带来便宜的杠杆效应。最后，如果印度尼西亚经济好转，银行就可以开始向当地企业发放利润客观的贷款。

综上所述，中亚银行是一个债券基金，加上廉价的杠杆效应，再加上自由选择权所带来的额外收入。至于政治风险，斯普克斯也有一个答案。正是由于世界认为印尼是一个高风险的地方，苏哈托之后的印度尼西亚领导政府不能对法拉龙变化无常。如果他们在一个高调处理的交易中欺骗了外国投资者，他们的信誉将是一塌糊涂。

经过一番激烈的辩论，斯普克斯用这个具有不确定性投资的论据说服了斯泰尔和其他合作伙伴。就在大约一年前，法拉龙在印尼没有任何交易记录，而现在它要与以渣打银行为首的财团一起竞标中亚银行，而渣打银行是一个深深扎根于该地区的历史悠久的银行。

2001年底，法拉龙正式开出5.31亿美元的价格，2002年3月，政府宣布法拉龙赢得了这次竞标——这个来自西海岸的对冲基金买入了印尼最大银行的控制权。这个结果是如此的不可思议，以至于阴谋论盛传。法拉龙是美国政府的前阵？还是梦想着复兴它过去的金融集团的林绍良的特洛伊木马？

尽管大家私下议论，但法拉龙的投资对印度尼西亚是件好事。法拉龙安插了一个新的董事长，带来了一些顾问，并耐心地使银行摆脱苏哈托时代。到

2006年法拉龙出售其大部分股份给印尼的合作伙伴的时候，中亚银行的股价比买的时候上升了550%。和阿根廷鞋厂的情况一样，法拉龙证明了它可以在一个环境恶劣的国家通过行善事而做得很好。但法拉龙的投资还有另外一个效果。一个恃强凌弱的投身于印尼的对冲基金的壮观场面改变了它在纽约和伦敦的情况，机构投资者开始以一种同情的眼光重新审视这个国家。

> 在买入中亚银行的那一年，只有2.86亿美元的有价证券净投资流入印尼；但第二年几乎有10亿美元的外资进入；再下一年，外资超过了40亿美元。

法拉龙改变了所有对印尼资产的约定俗成的观点，为反弹打好了基础。事件驱动型基金创造了一个事件，帮助改变了一个拥有2.4亿人口的国家的经济潮流。

就在法拉龙竞标中亚银行的时候，地球那一边的另一场冒险正在不怎么顺利地进行。斯泰尔已和科罗拉多州一位名为加里·博伊斯（Gary Boyce）的牧场主做生意，他是个声名显赫的驯马师，做一些不着边际的关于他长大的那个山谷的发财梦。博伊斯曾带着他的计划与法拉龙有过接触——购买山谷的土地，然后将水从含水层抽出来，抽出的水可以供应博尔德、科罗拉多-斯普林斯，甚至丹佛。法拉龙与耶鲁大学捐赠基金的联盟意识到水之类的“不动产”的潜力，斯泰尔和他的团队进行了投资。

科罗拉多州南部的山谷本身和雅加达的街后窄巷一样偏远。为了到加里·博伊斯的农庄，法拉龙公司的人得先飞往丹佛，然后往南开4个小时到阿拉莫萨，阿拉莫萨是一个有着真正的玉米牛排餐厅、一个菲利普斯（TropArctic）润滑油中心以及一个贴满Tecate进口啤酒、超级金啤和新谷轻啤广告的小店——酒类在这一带有些竞争。经过阿拉莫萨，继续往前就是圣路易士山谷，沿途可见一些孤零零的住在拖车里的住户、布满灌木丛的一马平川的土地，远眺还可以看到棉花糖一样的白云一动不动地萦绕在高山上。在远远的山谷的边上坐落着加里·博伊斯的农场：房子很漂亮，黏土结构，空心的墙具有隔热功能。博伊斯的衬衣口袋上有珍珠母的饰品，书房的书桌上装饰着一对华丽的手枪。

你可以看到为什么斯泰尔和他的团队让这个人做本地的合作伙伴。

博伊斯出身贫寒，在圣路易士山谷长大，三次获得科罗拉多越野车锦标赛冠军。他对水的政治斗争很有经验：在之前争取开发圣路易士含水层的风险投资时，他曾创办了一份报纸《针》，呼吁刺破开发商的泡沫。虽然博伊斯是一位真正的本地人，但他也很老成：他为弗吉尼亚上层人士训练马匹而变得有钱，又与米高梅电影制片公司的女继承人结婚而变得更加富有。因为相信博伊斯有勇气推出一个全新的关于水的项目，斯泰尔找到了一个投资伙伴，资助了他的雄心壮志，一半资本来自于法拉龙，另一半来自于耶鲁，尽管耶鲁并不参与此项目的管理。

有了法拉龙的资助，博伊斯于1994年正式买下农场，他比想把这片土地建成国家公园的美国自然保育协会（The Nature Conservancy）的出价还高。他花300万美元做了个环境研究，结果显示水可以抽出而不破坏当地的土壤。他聘请了说客，呼吁科罗拉多州通过一个立法项目。与此同时，博伊斯花了50万美元征集签名，以得到两个科罗拉多州选民的全民投票。第一项措施要求山谷的农场主在他们的井里设置消费计量表，第二项是强迫农场主对某些类型的水支付使用费。这两项措施对博伊斯的计划都很必要，因为它们会对他要卖的资源给出一个公允的价格。博伊斯另外花了40万美元做广告，以获得大家对这些措施的支持，并向他在耶鲁大学和旧金山的合伙人保证他们会表决通过。斯泰尔带着他的母亲来到山谷度假，她很高兴和博伊斯待在一起，并尝试了狩猎麋鹿。

然而，不是每个人都高兴。山谷的农场主对博伊斯的建议很反感，他们对可能的使用费感到愤慨，声称山谷的沙质土壤会阻塞计量表。由于争论变得白热化，斯泰尔开始怀疑他究竟有没有选对当地的合作伙伴。在当地出生并不代表受到尊重，也许只是珍珠母的衬衣饰品和装饰性的手枪消除了对博伊斯的怀疑，让人觉得他不是一个一般的科罗拉多州的本地人。

当1998年11月开始投票的时候，博伊斯关于水的倡议惨败。斯泰尔和他耶鲁的合伙人花了4年时间以及超过200万美元的经费在这个项目上，但现在他们却不得不承认它的失败。为了找个退出办法，法拉龙邀请美国自然保育协会重新考虑之前的国家公园计划，双方于2001年年底达成了协议。但后来突然出现了一个问题，因为博伊斯起诉了法拉龙，这条路行不通了。

博伊斯在法庭陈述的理由是，水的计划仍然可行。通过过早求援，法拉龙损害了博伊斯在这个项目上股份的价值。此诉讼推迟了法拉龙对美国自然保育协会的出售，很快各种围观者都听说了这个纠纷，并看到了挑拨离间的机会。

科罗拉多州参议员韦恩·艾拉德（Wayne Allard）谴责耶鲁以科罗拉多州的纳税人为代价来获利，这些纳税人得为美国自然保育协会的购买埋单，并要求耶鲁降低其 3 130 万美元的开价，尽管耶鲁不过是个投资者而已。艾拉德暗示法拉龙就该项目的环境代价问题欺骗了耶鲁，即使博伊斯的公民投票失败是因为使用费和计量表的建议，而不是因为有人表示他的环境研究是错误的。几乎一直以来，法拉龙都尽量不成为头条新闻，它当然不习惯参议员的公开责难，与博伊斯的合作变得越来越让人不爽。

2004 年初，法拉龙达成了初步协议，将土地出售给美国自然保育协会。为了平息批评者，耶鲁大学宣布将捐赠 150 万美元，以补助科罗拉多州纳税人的损失。但法拉龙很快遭受了另一个意外事件的打击：一个奇怪的示威者联盟在几个大学校园抗议。示威者表示，他们是“反法拉龙运动”的一分子，旨在迫使大学捐赠基金撤回其在法拉龙的资本。在得克萨斯州大学的抗议足球活动将球员打扮成任人唯亲的资本家：一个羽毛面具下的“小精灵”在耶鲁斯文森的办公室外面挥舞着她的魔杖，希望捐赠基金更开放、更负责任。

这个街头剧院将人们的注意力引向一个新的反法拉龙的网站，上面列出了各种各样不道德的活动。它引用了法拉龙在印尼的一个燃煤发电项目上的投资：煤是邪恶的；它援引了法拉龙在阿根廷的投资：工人受到影响；它展示了法拉龙投资的加利福尼亚州高尔夫球场上虎蝾螈的困境：除非高尔夫球场的所有者挖一些池塘，否则虎蝾螈将受到威胁；事实上，法拉龙与他人合谋所犯下的罪行不亚于伊拉克战争：它在哈里伯顿公司（Halliburton）拥有 300 万美元的股份，这是一家曾经由副总统切尼（Cheney）领导的石油服务公司。

这些活动的参与者要求法拉龙城府极深的决策者与他们见面，讨论“法拉龙投资活动的道德”问题。他们指责斯泰尔说：“我们是你用大学的钱所进行的投资的利益相关者，我们不希望我们的大学通过损害

其他社区的投资者而获利。”他们显然将这位戴着眼镜和礼帽的人当成了对手。

斯泰尔极力为自己辩护。他写信给反法拉龙活动的参与者，解释说他和所有人一样关心有影响力的商业价值；他写信给法拉龙的投资者，陈述了该网站“完全不属实”这个显而易见的事实，但示威还在继续。4月，学生在耶鲁大学的总统办公室前举行集会，他们演示了从校园下面的含水层抽水、破土建立一个新的煤炭发电厂的企图。当学生出现在耶鲁大学投资责任咨询委员会（Advisory Committee on Investment Responsibility）的时候，斯文森忍无可忍了。

> 在一直坐到逐一列举捐赠基金没有透露投资详情的投诉结束后，他走到折磨他的人面前：这位穿着羊毛背心的高大、结实的人，逼进一群蹩脚的学生，激动地边说边做着手势。他解释说，学生要求更多的透明是不切实际的。为了在市场竞争中成功，投资者必须保护自己的专利机密。如果耶鲁想从对冲基金获得好处，它必须得保证不泄露其交易信息，它需要确保它是“可能找到的最优秀的有限合伙人”。但学生们无动于衷，其中一人反驳说：“我认为大家视耶鲁大学的人为全球素质最高的公民更加重要。”

对斯文森和斯泰尔吹毛求疵，学生们其实是选择了对冲基金领域里最不恰当的两个目标。斯泰尔绝非切尼的助手，而是一个民主党总统候选人的忠实支持者；斯文森也绝不是对金钱着迷的坏人，他因为“遗传缺陷”失去了成为亿万富翁的机会。但是这些都不重要，对冲基金是在大学捐赠基金的帮助下发展起来的，他们不能指望免于大学政治的变幻莫测。

法拉龙于2004年9月中止了对美国自然保育协会出售的这笔交易。水的项目失败了，但土地升了值，因此斯泰尔和他的合伙人小小地赚了一笔。但是，科罗拉多州的事件暴露了一种漏洞，包括法拉龙以及雄心勃勃的四处寻找便宜货的基金的漏洞。

> 便宜货往往藏在古怪的地方：在垃圾债券市场垃圾的细枝末节里，在危机之后的印度尼西亚，在科罗拉多州偏僻的山谷中农场主和农民之间的复杂的纷争里。要想在这些情况下成功地投资，你需要了

解这一带的陷阱，而年轻的对冲基金有时缺乏人手去做充分的调查。如果法拉龙的员工在圣路易士山谷花更多的时间，他们可能会意识到加里·博伊斯是个不可靠的合作伙伴。但对一个资产以每4~5年增长一倍的基金来说，其内部专业知识的增长速度很难和涌入的资金增长同步。

但是法拉龙式基金的漏洞比这个更具有深层次的意义，它们的回报部分反映了购买非流动性投资的意愿。如果破产的垃圾债券代表着价值，那很可能是因为大多数投资者不敢买，所以如果你之后决定要卖出，那么这些资产将难以出手。买印尼的银行也是一样，如果你犯了错误，你不能指望轻易退出。**在普通的具有流动性的市场，价格通常有效，预测它们是困难的。相比之下，在流动性不充分的市场会有大量的便宜货——但是因为错误所付出的代价可能也会非常惨重。**

购买流动性不充分的资产的对冲基金可以从那些虚增业绩的会计手段而获利。根据定义，要确定流动性不充分的资产的价值很难——你缺乏那些随着不断的交易所带来的不断更新的价格发现。因此，持有流动性不充分的资产的对冲基金与其说在报告它们的利润，还不如说在估计他们的利润，因为它们持有的很多资产都没有客观价值，所以它们必须想出一个主观价格。在少数情况下，对冲基金可以利用模糊这种优势夸大利润，虽然这种把戏是不可持续的。但是，即使基金尽一切努力诚实地报告结果，他们也不得不降低结果的波动性。

对冲基金可能每两个星期估计一次流动性不充分的资产的价值，如果在那两个星期内上升5%，然后回落，所记录的价值就不变，其结果就是期间出现的大起大落并没有反映出来。因此，拥有流动性不充分的资产的对冲基金不如他们的账目显示的稳定。其风险调整后的回报之所以看上去很好，是因为有些风险没有反映出来。

不过，**对于流动性不充分的资产的买家来说，最大的危险是在危机中这些资产崩溃的幅度会最大。**在恐慌的时候，投资者想要可以很容易卖出的证券，其他的则不想碰。长期资本管理公司看起来多样化的投资组合隐藏着一个赌注：世界将是稳定的。当事实证明这是错误的时候，明显不相关的头寸也同时崩溃，

因为他们归根结底就是想赚取持有缺乏流动性的资产所带来的溢价。同样，看起来多样化的事件驱动型基金可能押注在缺乏流动性的投资上。1998 年，长期资本管理公司为冒太多这种风险而付出了很大的代价，2008 年，流动性不充分的资产的买入者再次付出了沉重代价，就像我们很快会看到的一样。



第13章

不可复制的神秘“大奖章”

不是很多对冲基金经理都到过东锡托基特（East Setauket），这里离曼哈顿有一小时的车程。沿长岛高速公路开过去，大西洋的一片楔状水域将它和格林威治的众多对冲基金隔开。但是，这个安静的长岛小镇或许是有史以来最成功的对冲基金——文艺复兴科技公司的发源地。大约从大卫·斯文森在法拉龙投资开始，文艺复兴科技公司就开始盈利，从1989年底到2006年期间，它的旗舰基金——大奖章基金（Medallion）平均每年的回报率为39%，到2005年左右，文艺复兴科技公司的创始人詹姆斯·西蒙斯成为所有对冲基金的最高盈利者。他不是世界上最有名的亿万富翁，但他可能是最聪明的。

西蒙斯是个数学家兼秘码破译家，毕生都是投机者和企业家，他的非凡成就也要归功于对这些东西的热情。

> 作为一个投机者，他从学生时代起就开始涉足大宗商品，找出交易中的漏洞，后来他也因此而著名；作为一个企业家，他创办了一系列联号公司，他的公司名字——文艺复兴科技公司反映了高科技风险投资的源头；作为一个秘码破译者，西蒙斯曾在五角大楼秘密的防御分析研究所（Institute for Defense Analyses）工作，在那里他学会了如何建立一个对外封闭对内协作的研究机构；作为一个数学家，他是重大突破——Chern–Simon 理论的创建者之一，赢得了美国数学协会的维布伦奖（Oswald Veblen Prize），这是几何领域的最高荣誉；作为他

广泛爱好的体现，西蒙斯用结婚礼物成功地预测了大豆，他还因为反对越南战争而被防御分析研究所解雇，骑着一辆蓝美达（Lambretta）小型摩托车从波士顿到波哥大——所有这些都是在他20多岁的时候。随着对这次旅行的终点哥伦比亚了解的逐步深入，他与一些当地的朋友在那个国家创办了一家瓷砖厂。

西蒙斯早期在市场上的冒险和数学没什么关系。他凭着对供求的直觉进行商品期货交易，利用了20世纪70年代的大起大落。但他潜在的作为数学家的部分想要用模型代替直觉判断，他喜欢让机器帮他做交易的想法。从20世纪70年代末开始，西蒙斯聘请了一批优秀的数学人士帮助创建这样一种机器：有伦纳德·鲍姆（Leonard Baum），他曾是防御分析研究所的译解秘码者，和西蒙斯是同事；有詹姆斯·艾克斯（James Ax），美国数学协会数论领域最著名的奖项得主；还有埃尔温·伯利坎普（Elwyn Berlekamp），加利福尼亚大学伯克利分校的数学家，也是防御分析研究所的一名高手。西蒙斯的企业名称和所有制结构随着他拉入伙的合作者而变化。他有一家公司在百慕大，有家公司在西海岸，还有公司在长岛，在1977年辞职专心开公司之前，西蒙斯担任长岛石溪大学（Stony Brook University）的数学系主任。

西蒙斯的团队不只是智力上无与伦比，他们在密码学和军事通信方面的经验和金融是相关。例如，伯利坎普研究过发出“隐约一点点”信号的系统，这是数不清的统计干扰中微弱的代码追踪，和隐藏在总的来说随机有效的市场中的微弱模式没什么两样。战场上的士兵们要将信息发送到如此小范围的半透明的空中掩护，以使他们不背叛自己的立场：不仅要敌人无法破解这些信息，甚至不能让人怀疑有人在传输信息。对伯利坎普来说，被这种系统愚弄的战场上的对手和号称市场走势随机的经济学家有着惊人的相似之处；他们正盯着那些隐约的信号，但他们没有看到任何东西，也没有怀疑任何东西。西蒙斯的团队利用了他们用来破译密码的运算法则，并将其用于寻找市场数据的并不明显的模式。经济学家不能和他们同日而语，因为他们缺乏这样做所必须的专业数学知识。

西蒙斯团队的早期努力仅仅勉强算是成功。伦纳德·鲍姆尽管是个杰出的数学建模者，但他很快厌倦了黄金算法；他读商业报刊，在英镑上豪赌了一把，

并得到了丰厚的回报。詹姆斯·艾克斯坚持研究计算机交易这个项目，但他性格反复无常，他的系统的回报率也可能会不稳定。不过，截至 1988 年，西蒙斯已经建立了他后来赖以成功的平台。他和艾克斯创办了大奖章基金，以他们在几何和数论领域获得的奖章的名字命名。大奖章基金根据计算机给出的信号进行商品和金融期货交易。虽然该系统的核心并无过人之处，但这是一个和十几年前在商品公司创建的模型没什么两样的趋势跟踪模型，每一小部分的钱都根据不同的规则加以利用。这是后来西蒙斯赚钱的精髓。

这个精髓是石溪大学数学系的一位老师——亨利·劳费尔（Henry Laufer）的想法。劳费尔是一个沉默寡言的人。在一次争论后，艾克斯曾试图以几个月不和他说话来惩罚他，结果劳费尔根本没有注意到。但劳费尔的天分也同样离谱。在 20 世纪 80 年代中期一次顺利找出微弱的信号时，劳费尔发现了市场总在某个事件干扰之后立即变动这个规律。**在新数据公布后的一段时间，商品或货币将随着不同投资者的反应而上下波动，尽管这种波动在肉眼看来好像是随机的，具有高清晰度统计护目镜的科学家可以辨认出变动的模式。**

这并不是说商品在每个消息之后以同样的方式变动，那样就太明显了，但是如果你仔细察看对很多事件的很多反应，会发现某些结果出现的次数略超过所有样本的一半。通过对这些结果重复下注，西蒙斯的团队盈利的时候会比亏损的时候多，通过以足够的规模下注足够多次，他们就可以保证丰厚的利润。

这些描述出大奖章带来丰厚利润的模式的算法仍然是个秘密，但他们发现这种模式的原因以及那些算法能带来惊人利润的原因是可以理解，至少大致可以理解。其秘密部分在于选择短期。**通过考察短期内的商品行为，劳费尔可收集数以千计的样本，提高发现统计上显著的重复模式的可能性。另外，短期信号可能会更有价值，也更容易找到。**如果你能预测在未来几天内商品会向哪个方向变动，几天时间就足够下注并将利润收入囊中。老虎基金的投资者想购买一个两年之内价值翻一番的公司的股票，但 24 小时之内获利 25% 的统计交易员最后将极其富有。最后，**短期预测往往比长期的更让人有把握，不可预见的因素使预测变得不准确的时间更短。**因为是相对把握比较大的短期预测，西蒙斯的团队可以在赌注上利用杠杆效应，放大其利润。

当西蒙斯和艾克斯 1988 年创办大奖章基金的时候，大约 15% 的资本用于

短期信号，其余的分配给传统的趋势跟踪模型。该基金成立之初前途光明，然后进入一个可怕的急转直下的时期，到1989年5月，和最高值相比下跌了近四分之一，西蒙斯决定暂停交易。詹姆斯·艾克斯却坚持该模型会很快回复到盈利的轨道上来，但西蒙斯如此坚信艾克斯是错误的，以至于结束了和他的伙伴关系。在伯利坎普和劳费尔的帮助下，他开始了“学习期”，以决定大奖章基金的未来。

> 西蒙斯和他的团队认为，麻烦在于大奖章系统趋势跟踪的支柱作用已经消失，太多商品公司的模仿者涌入，像添惠公司（Dean Witter）之类的经纪公司向他们的客户推销很多的商品基金，趋势跟踪成了时髦。

经过几个月的审议，西蒙斯和他的同事们决定用劳费尔的短期信号作为这个体系的新核心。1990年，重新启动的第一年，大奖章基金在扣除费用后创下56%的回报率。这是一个良好的开端。

埃尔温·伯利坎普对这笔意外收入的反应是变现退出。他卖掉了他在大奖章的股份，回到伯克利分校去做他感兴趣的研究。但是西蒙斯的回应是使他与众不同的企业家信念：十多年以来，他沉迷于将数学家变为他公司的合作者，相信破译密码的方法最终能破译市场的密码。现在，他觉得事实证明自己是正确的，他决定利用自己的优势，他买了伯利坎普卖掉的公司股份，和剩下的人一起投入到文艺复兴科技公司的运作。有了大奖章现在创造的利润，他加倍努力，聘请数学家进入他的团队，将他的智囊团放在石溪医院附近的这个高新技术孵化地——长岛。很快，他的投资获得了回报。不断扩大的研究小组发现，在美国商品市场有效的模式通常在国外市场也有效，而且，经过一些挫折后，西蒙斯团队用找出微弱信号的方法发现了股票市场的模式。

随着长岛智囊团队伍的不断扩充，西蒙斯将计算机科学家、物理学家以及天文学家都招进来，不过他从来没有招过经济学家。他想要将市场看成数学难题的人，与实体经济的构造组成没有关系。当然，科学家的抽象思维可能会导致奇怪的结果。

> 有一次，一名成员就大奖章基金在过去一周的表现做了一个演讲，他先讲了周五的结果，接着是周一、周四和周二，然后是周三，他假设他的同事们会认为这个奇怪的顺序很正常，因为计算机将它们按字

母顺序排序了。

另一次，文艺复兴科技公司宴请了500名投资者。一个科学家自告奋勇地帮助西蒙斯写一个程序以搞定座位安排，他对某些人能与另外某些人相处融洽给出一个概率，然后让计算机优化餐桌摆设。有一段时间，西蒙斯办公室里的黑板上满是单身女代数几何学家和已婚男柔道教练相处得好等等事件的可能性估计。当举办宴会的那个晚上终于来临，程序让文艺复兴科技公司的最大投资者坐在了他可能喜欢得过头的女士旁边——她曾告他性骚扰。

不过，事实证明，大部分时候，用数学方法分析市场取得了极大的成功。西蒙斯在电脑上投入巨资，将所有能想到的每种形式的数据都输入电脑，比如金融市场价格、经济数据、新闻消息，甚至天气的时间序列数据。团队对微弱信息的探求越深入，在几乎任何类型的数据中成功发现盈利模式的可能性就越大。

举个简单的例子，智囊团发现，城市里晴朗的早晨往往预示着其证券交易所的上升趋势。通过在一个天气晴朗的日子里的早餐时间买入稍后再卖出，大奖章基金就可以盈利，只是这个盈利太少，不足以弥补交易成本，这也是文艺复兴科技公司为什么公开这个信号的原因。

文艺复兴科技公司发现的许多模式从单个来说并没有什么大不了，毕竟，从根本上来说，市场是近似有效的。但是，通过发现大量小规模的无效，并将它们融合到一个单一的交易程序，文艺复兴科技公司创建了一个每年都带来利润的系统，尤其是动荡时期。

1994年，也就是迈克尔·斯坦哈特在债券市场崩溃时损失数十亿美元的那年，大奖章除去费用后的回报率达到71%。在2008年的崩溃中，它除去费用后上涨了80%，而在扣除费用之前几乎达到160%。

到西蒙斯2009年退休的时候，他已经远不止是个亿万富翁了。仅2006年一年，据说他的个人收入就达到15亿美元，相当于星巴克115 000名员工和好事多（Costco）118 000名员工创造的企业利润的总和。这个深藏不露的密码破译者的照片上了杂志封面：他的白发拢过头顶，白须勾勒出一张长期吸烟者布满皱纹的脸。让其他对冲基金惊讶的是，大奖章基金的神奇证明了对20世纪90

年代到21世纪初的竞争压力的适应能力。到2010年初写这本书的时候，它还没有任何下降的迹象。

文艺复兴科技公司面临的第一个挑战来自戴维·肖，哥伦比亚大学的一名计算机科学家。戴维·肖于1988年创办了以他的名字命名的公司——肖氏对冲基金（D. E. Shaw），和大奖章基金在同一年开始交易。和西蒙斯的团队一样，戴维·肖也着重于很短的时期，他聘请了数学家和科学家，而不是交易员和经济学家；和西蒙斯的团队一样，他狂热地追求数值精度：他的员工很快发现告诉他一个编程任务可能需要3—8个星期可不是个好主意，你得说要花5.25个星期，但是会有两个星期的出入。然而，除了所有这些相似之处，戴维·肖和西蒙斯之间也有差异。事实证明，这些差异很显著。

戴维·肖通过摩根士丹利的自营交易柜台进入金融业，那个柜台聘请他创建一个计算机系统以支持其量型交易。那是1986年，摩根士丹利也有重大的事情在酝酿中：该公司的秘密自营交易分析部门想通过计算机化从短期流动性影响上获利。正如迈克尔·斯坦哈特20世纪70年代发现的那样，如果卖出不是因为信息的话，一个养老基金的大卖单可能会将股票价格推出合理范围，也就是说，如果养老基金卖出是因为它需要现金，而不是对坏消息做出反应的话，斯坦哈特可以通过购买股票并持有，直至价格回升至原来水平。摩根士丹利自营交易分析部门的目的就是要在这场比赛中击败斯坦哈特。

> 为了找出不是基于信息的价格波动，一批定量分析员对股票进行分组配对：福特的变动往往和通用的变动轨迹相同，而美国航空公司和美国联合航空公司的变动轨迹相同，美国国际纸业公司（International Paper）和佐治亚太平洋公司（Georgia-Pacific）的变动轨迹相同，等等。如果这些股票中的一只变动，而另外那只没有变化，就很可能是因为一个机构性大宗交易的缘故，在这种情况下，价格将很快恢复，从而创造了获利的机会。

当然，摩根士丹利的方法并非十全十美，但它也不需要十全十美。要产生利润，只要有一半以上的时候正确就可以了。

在摩根士丹利待了几年后，戴维·肖想做的已经不止创建银行部门的计算机

系统了。他意识到了摩根士丹利方法的局限性。自营交易分析部门在搞清楚如何从简单的配对交易中获利后，开始在各种各样的研究上投资：它招进想将混沌理论应用到市场的物理学家，试图创建复杂的微分方程来预测股票走势的数学家，据一位资深人士称，甚至包括用3D眼镜找出价格模式的系统。

但对于戴维·肖这样的受过计算机科学方面的训练的人来说，摩根士丹利忽略了一些潜在的有意思的方法。摩根士丹利的研究小组试图找出数据异常的方法与大学计算机科学小组面对这个问题所用的方法完全不一样，将异常纳入到交易模型的方法也不同。戴维·肖不确定他的直觉会将他引向哪里，他从摩根士丹利辞职，在格林威治一家共产党员开的书店上面租了间办公室，创办了自己的公司。

开业后六个月，戴维·肖独特的方式开始取得进展。摩根士丹利曾找了复杂的非线性模式，发现没什么意思，但戴维·肖很快发现了大有可为的异常。和西蒙斯的情况差不多，戴维·肖发现的隐约信号难以解释：当他发现重复出现的模式并将其打印出来，没有什么熟悉的术语可以用来解释纸上这些乱七八糟的东西。这个效果完全不直观，戴维·肖都不需要高速的交易系统——他不需要使订单比竞争对手更快进入市场，因为他相信他没有竞争对手。很快，利润大量涌入，戴维·肖的增长超过了格林威治的前辈。

他于1989年搬到了熨斗区的楼里，在两年后又搬到了西45街极其现代的高楼，与此同时，受挫的老板关闭了自营交易分析部门。一位在1994年参观过戴维·肖的公司的杂志记者对他所看到的留下了深刻的印象：当时公司雇员达135人，每日成交额占纽约证券交易所的5%。着装要求休闲，公司透着淡淡的波西米亚风格。员工拿出睡袋以便晚上在公司留宿，一位名为杰弗里·贝索斯（Jeffrey Bezos）的年轻雇员解释说："如果不回家的话，会更容易集中精力。"正是这个人着手创建了互联网零售巨头亚马逊。

和其他定量交易员一样，戴维·肖进入市场的方法和经济学家的方法完全不同。经济学家通常从完美的套利假设着手：如果两只债券或两只股票理论上是一样的，那么它们就应该有一样的价值；如果它们的价值不一样，经济学家往往假定他们最终会趋于一致。但科学家们并不着眼于价格之间应有的关系，他

们看数据，并找出确实存在着的关系。此外，他们查看的这些数据都已经精心排除了打印错误，比提供给金融学教授的任何数据都准确。

> 很多次都有热切的高校教授和戴维·肖联系，声称发现了市场中有利可图的异常；但一次又一次，他的组员都发现异常是因为数据有误。例如，教授的策略可能是买入价格突然暴跌的股票。但如果价格序列显示IBM公司的价格是60美元，然后是61美元，又是16美元，但最后那个数字不是买入信号，是一个打印错误。

从戴维·肖的计量分析团队建立以来，他就不止研究股票价格模型。事实证明期权是一个有前途的领域。

> 由长期资本管理公司的两位诺贝尔奖获得者罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯创建的早期期权定价模型假定股票价格变动呈正态分布。1987年的崩溃已经表明，这一假设不只是不可靠，而且是个危险的错误，事实是，极端的价格走势发生的频率远高于正态分布所预期的频率。

他们面临的挑战是要开发出一个更好的价格模型，而戴维·肖看到了他的机会：他的团队里的数学家比任何其他市场参与者都擅长建模；而当市场让他们本身成为参与者，他们就比大学里的数学家有更好的途径得到价格数据。果然，戴维·肖的研究团队开发出了一个使他在多个市场占有优势的期权定价模型。公司利用各种股权衍生工具的失调牟利，尤其是在日本。他涉足于“可转换债券”，也就是附有股票期权的债券。他开了一家期权做市的公司，并很快就占到该行业某些领域的一半。

到1995年，戴维·肖的公司已增至200多名员工，他的成就是毋庸置疑的。但是，他的成就和大奖章基金的成就不一样。戴维·肖创建了一台机器来找出股票价格的异常，和文艺复兴科技公司之前对期货后来又对股市所做的一样，他的公司声称它的一些策略产生的回报率在40%以上，和大奖章基金旗鼓相当。不过，尽管戴维·肖的团队对细节加以保密，但他驾驭的资本不如黄金算法的多，因为不然的话，其总收益会更高。

由此，戴维·肖越发想扩大公司规模。1995年，该公司推出互联网服务提供商朱诺在线（Juno Online）以及早期的网上银行和经纪业务公司远见公司（FarSight）。除了在期权市场上做市，戴维·肖还介入了所谓的“第三市场”。在

第三市场，上市股票不通过证券交易所进行交易。这一业务由和他关系密切的伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）掌管，因此戴维·肖的团队得以插手进来，想借其计量方面的优势使它赚取可观的收益，但麦道夫有弥补尖端分析不足的方法，戴维·肖的计量分析员没有赚到钱。

戴维·肖愿意尝试既是优势也是劣势。通过创办多家企业，他分散了风险，某些新企业获得了丰厚的回报。但是，戴维·肖有时进入已经流行的领域，冒着在市场陷入动荡时容易落入参与者太多的交易中的危险。

1997年，他的公司和美国银行结成伙伴关系以找出债券异常，结果表明它的战略和长期资本管理公司及其模仿者所做的那些套利重叠了，这导致肖氏对冲基金在1998年伴随着长期资本管理公司崩溃的那次动荡中遭受了损失。

> 该公司的一名交易员后来说："对戴维·肖来说，这可能是那时那场游戏的结束。"公司出售了其部分头寸，所造成的损失抵消了所有其他策略带来的利润总和。他了解到了高负债率的固定收益策略在流动性缺失的时候受创会多么严重，此后几年他未从事债券套利，不过到2002年他又悄悄地进去了。

戴维·肖在创建机器平台的同时，另一项努力也在这个行业一个出人意料的地方进行。保罗·都铎·琼斯——扰乱市场的交易员、罗宾汉基金会的创始人——将他的收益投资在计算机交易项目上。这项工作的早期阶段与琼斯的朝气蓬勃相一致，交易系统的名字是诸如"麦当娜"、"物质女孩"之类的。他们统计上不严密，结果还不如它们的名字所对应的人振奋人心。但20世纪90年代初，琼斯的风格变了。

> 他之前在公开场合趾高气扬，现在变得低调；之前是曼哈顿的钻石王老五，现在他结了婚，在格林威治安顿下来。他的公司也成熟了些。布鲁斯·威利斯的运动鞋收起来了，琼斯将适合单一交易员的装备换成了可以支持多个投资组合经理的时髦的体制平台。他将波士顿的选股人詹姆斯·帕罗塔（James Pallotta）招了进来，让詹姆斯和他的宏观交易互补；他将伦敦的行家马克·赫弗南（Mark Heffernan）招了进来，马克曾经被认为是高盛最了不起的全权委托交易员。琼斯的扩张

> 野心也影响了计算机交易的发展，特别是在1995年苏希尔·瓦德瓦尼（Sushil Wadhwani）加盟之后。

瓦德瓦尼曾经是经济学家，是市场的产物。他曾在伦敦政治经济学院教经济和统计，之后任职于英国中央银行货币政策委员会。但他却是通过高盛加入琼斯的公司，他曾在那里任投资策略师。他给高盛的自营交易员和外部客户提出过建议，尤其是保罗·都铎·琼斯。通过和这些人近距离接触，他了解了纯粹的经济思想的局限性。与一组现代投资组合理论家猜测的相反，找出一个不合逻辑的价格异常只是交易者思维过程的开始，下一步是要找出导火索——异常会被矫正的原因，否则，这种异常可能一直持续下去。这个导火索可能是即将举行的选举，图表显示的一个心理临界点，或是某些会改变大型机构投资者行为的因素。无论是有意还是无意，这位了不起的全权委托交易员根据所有这些信息给出的信号进行交易。瓦德瓦尼在都铎投资公司的任务是建立一个模仿他们兼收并蓄的想法的机器。

瓦德瓦尼的系统基于对保罗·琼斯和他以前在高盛的同事马克·赫弗南的细心观察。瓦德瓦尼从创建一个简单的模型开始：例如，如果经济指标是正面的，机构有大量未投资的现金，而且期权市场的信号表明市场情绪趋于积极，系统可能会买入股票指数。然后，他会关注琼斯和赫弗南的交易，并找出他们行动的原因。为什么他们其中一个在10点时建了一个仓？为什么他3个小时后增加了头寸？交易员普遍考虑的是那些已经纳入瓦德瓦尼程序的因素，但他们用不同的方式将这些因素综合起来。瓦德瓦尼听得越多，就能越好地改进模型。

决定什么时候购买股市指数、货币或石油期货只是问题的一部分，接下来的问题是每个头寸下注多少。

> 成就了詹姆斯·西蒙斯的大奖章基金的短期交易系统也面临着这个问题，不过是以不同的方式：因为在较短的时间段内操作，他们冒着如果突然进行大量交易的话，价格变动会对他们不利的风险，因此他们计算可以下多少注而不减少自己的利润。

而瓦德瓦尼是建立一个较长的时间段内在流动性强的市场进行交易的系统，他有时间建立一个任意大小的头寸而不使价格变动对他不利。制约因素是他准备冒多大的风险。如果下注太少，会闲置一些资金；如果下注太多，有可能有

破产的危险。对所有了不起的交易者来说，知道什么时候去进攻和什么时候得有耐性是技能的很大一部分，找准最佳机会并下大注比提高你所参与赌注的份额更能提高回报。瓦德瓦尼的模型通过给每个交易确定一个“Z 分数”来解决这个问题：**赢的把握越大，赢得赌局可能带来的回报越高，系统在这个头寸上下的注就会越多。**

瓦德瓦尼在他的建模取得进展的同时，他可以看到不仅仅是交易的规模需要灵活地确定，交易的类型在不同的环境下也需要改变。在市场不稳定的时候，高昂的情绪比稳定的时期更重要，因此，计算机系统需要给期权市场的情绪以更高的权重。同样，当经济步入衰退期，每个负面数据都可能比上一个负面数据对金融市场的影响更大。糟糕的就业人数在经济好的时候可能只会小幅地影响股市，但低迷的时候影响就更大。最根本的是，计算机化方面的投资努力得基于多个程序。在稳定时期，长期资本管理公司风格的套利可以有很好的回报：你需要一个下注于价格异常会消失的程序；在不稳定的时候，套利是危险的：你需要一个趋势跟踪的程序。瓦德瓦尼意识到，最好是设计出这些战略之间的自动转换方式。

瓦德瓦尼还没来得及扩建他的模型，就于 1999 年离开了琼斯的公司，进入英国中央银行。他的程序的第一个版本——一个被称为 Techno–Fundamentals 的趋势跟踪系统，自 1997 年底以来成功地运作着资金，但根据市场环境转换的趋势跟踪系统仍然没有完成。瓦德瓦尼 2002 年在伦敦成立自己的对冲基金——瓦德瓦尼资产管理公司（Wadhwani Asset Management）重新着手完成这个任务，同时琼斯的程序交易还在继续。截至 2008 年，保罗·琼斯的公司已有超过 50 人进行电子化交易，他们操作着琼斯投资公司 170 亿美元资本总额中的 30 亿美元以上，这个穿着布鲁斯·威利斯的运动鞋的市场扰乱高手已经实现了很大的转变。

然而，就像肖氏对冲基金一样，这个成就也有局限性。琼斯建立的系统不如文艺复兴科技公司詹姆斯·西蒙斯的团队开发的系统具有独创性。琼斯的系统是由来自高盛的经济学家创建且部分基于来自高盛的交易员的本能，这个事实发人深省：不管瓦德瓦尼和赫弗南多么才华横溢，他们都来自金融机构的核心，而该机构的其他部分制定的战略可能至少有些类似。一小部分难得的专家在一

小部分企业中流动，每一个变动都降低了任何一个公司建立一个独特系统的可能性。

同时，西蒙斯在按自己的方式行事。他聘请已经成名的科学家和数学家，而不雇用戴维·肖青睐的年轻计量分析员，更不会招聘华尔街的资深人士。通过将他的公司搬到远离纽约、格林威治、伦敦之类的对冲基金中心地带的长岛，他减少了让竞争对手得到好处的可能性。他没有采用金融学术界的思想：有段时间，公司成员每周开会讨论金融期刊最新的文章，但后来因为徒劳无功而放弃了。文艺复兴科技公司的研究人员构建了属于他们的系统。瓦德瓦尼说："我只能看着他们，意识到你有这方面的牛人，然后发现你有的只是和我一样的凡人。"这话反映了整个行业的看法。

1993年，西蒙斯给他的智囊团补充了两个重要人物：彼得·布朗（Peter Brown）和罗伯特·默瑟（Robert Mercer）。他们来自IBM公司的研究中心，在未来几年里对大奖章的成功做出了不可磨灭的贡献，最终在西蒙斯选择退休时掌管大局。这两个人相辅相成：布朗精力充沛，他每晚睡四个小时，充满激情地快速处理当天的每件事情，有一段时间，他骑着独轮脚踏车穿行于各办公室之间；默瑟则是两个人中安静的那个，他打扑克的时候喜怒不形于色，从不记得自己做过恶梦，他在IBM公司的老板开玩笑地称他为机器人。在到文艺复兴科技公司之前，布朗和默瑟做过一点密码方面的东西，但他们真正的成就不在这里，他们颠覆了一个相关领域——计算机化翻译。

> 在布朗和默瑟决定做翻译之前，这个课题是由本身说外语的程序员负责。其方法是从根本上懂得语言，了解它的语法和句法，然后让电脑知道"*la fille*"的意思是"女孩"，而"*les filles*"是女孩的复数形式，和你教中学生的办法差不多。但布朗和默瑟有不同的方法。他们不会讲法语，也不打算研究它的句法或语法。相反，他们找到了加拿大的国会记录，其中载有几百页的法语和英语对照段。然后，他们将材料输入IBM的一个工作站，并让它算出相关性。

与布朗和默瑟后来在文艺复兴科技公司做的不一样，他们在IBM的实验被撰写成文，而且发表了。它从清理数据开始：正如从金融市场价格的历史记录

中必须找出错误的数据一样——就像那些将61美元误记为16美元的地方，因此，加拿大的国会会议记录中印刷错误的单词可能会混淆翻译程序。接下来，计算机开始寻找数据模式。开始，一个英语单词被同等可能地翻译成样本中58 000个法语单词中的任何一个，但一旦计算机已经找出成对的段落，大家发现大多数英语单词只出现了一次，不确定性立即消除了99%。然后电脑再进行一系列更精细的测试，例如，它假设一个英语单词最有可能对应一个在句子中的同一位置出现的法语单词。现在有些词对已经开始出现：比如 *lait* 对应"牛奶"，*pourquoi* 对应"为什么"，这些词对从数据可以很明显地看出来，但其他的相关性就没这么明显。要想看得清楚一些，就必须多次梳理数据，每次使用稍有不同的算法。

对防御分析研究所的密码破译员来说，这种方法也不会令人惊讶。事实上，布朗和默瑟用的是一种叫做"期望最大化算法"的工具，发明者是伦纳德·鲍姆——就是那个曾在防御分析研究所工作，后来加盟西蒙斯公司的纳德·鲍姆。但是，尽管"统计机器翻译"的想法在秘码破译者看起来很自然，但它却引起了传统翻译程序员的愤怒。

> 一位看过布朗和默瑟论文的人指责说："计算机的原动力不是科学。"当该论文在一个翻译专家会议上被介绍时，一位听众回忆说："我们都大吃一惊……人们摇头、怀疑，甚至是敌意地咕哝。"观众想知道"语言直觉到哪里去了"，而这个问题的答案似乎是："没错，这就是重点，没有什么语言直觉。"IBM负责监督布朗和默瑟的经理弗雷德·贾里尼克（Fred Jelinek）在这些人的伤口上撒了一把盐，他告诉那些不相信的人说："我每解雇一个语言学家，系统的性能都会提高。"

到1993年布朗和默瑟加入文艺复兴科技公司的时候，持怀疑态度的人投降了。一旦IBM团队的程序用加拿大国会会议记录算出样本段落，它就可以翻译其他材料了：如果你让它翻译一家法国报纸的某篇文章，它就会快速检测国会发言数据库，将文章的短语与解码的材料相匹配，结果比与其竞争的翻译系统好很多。几年之内，统计机器翻译的到来作为一项智力革命而为计算机科学家所知。事实证明，迄今为止，加拿大的政治言论比预想的更有用。布朗和默瑟提醒了世界关于人工智能的教训。

这个教训和人与电脑的区别有关。早期的翻译程序试图教计算机词汇和语法，因为人类就是这样学东西的。但电脑更适合另外的方法：它们可以学到英语和法语之间的互译，而不用怎么注意两种语言的规则。

> 计算机在接触大量政治演说前并不需要了解动词或形容词的变形，它们更倾向于拿到发言稿，再通过运算法则仔细察看来破解他们的代码。同样，计算机可以将几百万个句子存入内存，它们可以通过大量存储来学习语言，不需要依赖于学生用以帮助他们记忆的语法规则。

与IBM团队的批评者所说的相反，电脑内存的原动力实际上可以代替人类的智力和科学观念，电脑在不像人类一样尝试达到某种结果时很可能运行得最好。

这和大奖章基金的业绩有什么关联呢？很可能根本没有。重申一下，该基金取得令人惊叹的成功的原因是秘密，但很显然，布朗和默瑟的编程方式和其他对冲基金程序员所想的完全不同。

> 在琼斯投资公司，瓦德瓦尼用机器接近市场对人类交易员来说很合理；相反，布朗和默瑟训练自己解决问题的方式对电脑来说很合理。在肖氏对冲基金，其做法通常从关于市场的理论着手，并用数据来检测这些理论；相反，布朗和默瑟先将数据输入电脑，再让电脑找出答案；肖氏对冲基金的方法让人想到教给计算机法语语法的程序员；布朗和默瑟的方法则和那些无法从语法书开始的密码破译员类似。

拿着看上去随机，又没有进一步线索的数据，他们反复察看以找出规律，利用计算机的力量去寻找那些肉眼看不到的微弱信号。

文艺复兴科技公司的计量竞争对手避免去找微弱信号是正确的，计算机可能会发现假信号——那些完全意外出现的规律，因此没有预测价值。在肖氏对冲基金掌管统计套利的埃里克·威普斯克（Eric Wepsic）给出了橄榄球超级杯大赛的例子。

> 过去常说，如果国家橄榄球大联盟的某只球队获胜，市场将上涨。从统计上来说，这种关系可能存在；但从常识角度来说，这是一个不说明任何问题的巧合。

因为有将巧合的相关性误作为预测信号的危险，威普斯克暗示，除非解释得通，基于统计证据进行交易往往是危险的。例如，20 世纪 90 年代，肖氏对冲基金的系统发现以前不相关的股票之间奇怪的相关性，有线电视公司、传媒公司以及消费性电子产品公司似乎都对一个奇怪的力场有反应。仅仅根据这个证据，戴维·肖的研究团队应该把这种相关性当做统计意外加以忽略。但是，一旦公司发现这种相关性从直觉上来说合理，比如它们反映了推高所有这些行业的对于科技的乐观情绪，它们就更可能作为交易的依据。此外，基于直觉的信号还有一个优势：如果你知道它们为什么可行，或许你就能知道为什么它们会停止起作用，所以你不太可能在它们失去作用之后还继续交易。总之，威普斯克是说，纯粹的模式识别只是戴维·肖所用的一小部分，虽然公司确实用了它。

同样，这和文艺复兴科技公司也不一样。肖氏对冲基金产生于基于股票基本面直觉的股票统计套利；而文艺复兴科技公司产生于商品技术分析交易，这一方法的传统是将价格数据放在首位。肖氏对冲基金聘请各种计量分析员，通常在他们 20 多岁的时候招聘他们；而文艺复兴科技公司至关重要的早年发展在很大程度上得益于已经成名的密码破译员和翻译程序员——那些能辨明微弱信号真假的专家。

> 罗伯特·默瑟同意威普斯克对于虚假相关性应保持警惕的说法："如果有人提出一个金星的状态如何影响市场的理论，我们会想要很多证据。"但他补充说："有些直觉上不合理的信号确实有用。"的确，事实证明，对文艺复兴科技公司来说，最能带来盈利的、最持久的信号往往是这种直觉上不合理的信号。默瑟说："我们一直不间断地用来交易 15 年的信号就不合理，否则别人也会发现它们。"

到了 21 世纪前十年快结束的时候，文艺复兴科技公司的研究工作早就和原来租用的办公室不相称了。西蒙斯将员工安顿到一个校区，那里配有健身房、灯光网球场、金鱼池，而且在入口大厅有个大天窗，阳光透过天窗洒在石板台阶上。

> 这个地方感觉就像一个高科技设施——舒适、低调、异常地干净，在消过毒的走廊边一间办公室的门上，有人贴着一篇题为《为什么多

> 数发表的研究结果都是假的》的文章。存放着计算机服务器的没有窗户的房间有精心制作的密码系统把守。

但该设施最突出的特点是其开放性。尽管其他定量对冲基金启用了严格的内部防火墙，只将信息少量发布给需要的员工以保守秘密，但文艺复兴科技公司的气氛完全不同。科学家们随意出入走廊，唯一的限制只是防止彼得·布朗的独轮脚踏车碰到他们。在关键的角落放有镜子，因此如果布朗来了，你可以看得到。

西蒙斯对这个开放的环境深信不疑。就像在防御分析研究所一样，为了保密，他的行动对外人是封闭的，但对内部却是开放的，以促进团队合作。每周二早上，文艺复兴科技公司约90名博士员工会在一起开全体会议。

每一个对大奖章基金交易系统的改进都从某次会议的一个演示开始：一位研究人员会解释他的想法，并通过模拟加以完善，表明它将如何与已经在系统中的其他信号相融合，然后他会回答大家的提问。一位同事可能会问，新提出的信号在长期资本管理公司的危机中会如何表现；而另一名同事可能想知道它在相对稳定时期的表现会如何。在全体会议的日子里，科学家可以随意到演讲人的房间，并提出后续问题。在同行审议过后，会举行一个小型会议：这次只有那些还有问题的科学家会参加，布朗和默瑟将决定是否通过提议，然后是一次最后检查。20世纪80年代经验丰富的信号发现者亨利·劳费尔作为首席科学家，保留否决权。

西蒙斯制定了一项补偿制度，以加强团队合作的这种氛围，研究人员的工资与公司的利润挂钩，而不是和部门的结果挂钩。公司的基础设施也方便大家合作。在IBM，布朗和默瑟创建了一个多个程序员可以同时工作的系统，他们将同样的窍门用到文艺复兴科技公司，研究人员甚至可以改编这个内部编程的语言，以表达新的想法——计算机语言和日常语言一样，新词可能是有用的。在这个协作的体系中，员工输入大量现代社会产生的数据。

> 金融越国际化，就有越多国外市场的统计数据能输入系统；商业越数字化，就有越多新的数据可得，如电子商务销售、网上冲浪习惯，等等。金融电子化创造了大量的意外信息。在旧时代，一个一个地跟踪交易信息是可能的，现在已经可以看到每只股票的每个要价和出价，

包括那些从未成交的交易。可能性越扩展，就越可能超出几个人的考虑范围，但文艺复兴科技公司具有团队精神的员工可以应付这种复杂的局面，并不断取得进步。

然而，公司的团队合作氛围也可能带来风险，它的假定是没有团队成员会带着交易机密离开，然后作为竞争对手与其竞争。就像约翰·格里森姆（John Grisham）的小说中描述的“公司”一样，文艺复兴科技公司审慎考虑过员工的忠诚度问题。它告诉求职者，如果他们加入文艺复兴科技公司，他们就再也不能在金融行业的其他公司工作；它不从华尔街招人的部分原因也是离开一个交易员团队的人以后可能会选择离开第二个。为了执行要求研究人员签署的非竞争性和保密协议，他们得将他们工资的四分之一放在大奖章基金，作为一种保释金锁定，直至他们离开后四年。当然，这家公司位于东锡托基特这个古朴的小镇是有帮助的，那里远离它的竞争对手，一旦研究人员将他的孩子安顿在了当地的学校，他就哪都不想去了。

然而，2003 年，这个办法出现了问题。在聘请这个世界上最聪明的人的过程中，文艺复兴科技公司发现了前苏联的成就之一。

这个国家从 15 个共和成员国招收最聪明的孩子，并将他们送到莫斯科物理技术学院（Institute of Physics and Technology）。在那里，这些天才和家人分开，接受强化训练，而那些从训练场幸存下来的人发现，在前苏联制度解体后，自己在国际上很有市场。

文艺复兴科技公司招收了这些俄罗斯人中的一个，这个人又推荐了另一个，很快，这个在东锡托基特的团队就有了相当大的俄罗斯成员队伍。但是，文艺复兴科技公司的领导人从未停止思考关于前苏联教育行为的后果问题。在那种政治体制中长大的孩子很可能会认为官场是腐败的，规则是要被打破的，而一个人的唯一责任是为了自己，所有和父母分开的孩子都更容易像根深蒂固的个人主义者一样长大。果然，在文艺复兴科技公司待到掌握机密之后，两名俄罗斯研究人员向西蒙斯发出了最后通牒，他们拒绝签署公司的保密协议，其中一个要求加薪，如果西蒙斯拒绝，他们将投奔竞争对手。

西蒙斯拒绝被勒索，这两个俄罗斯人离开了公司，加入了另一个对冲基金。在表面看来，这似乎是个灾难性的打击，因为文艺复兴科技公司的开放性，这

两个俄罗斯人对系统如何运转知道得很多。如果他们开始基于文艺复兴科技公司的信号做交易，他们会带走部分利润，就像盗版者仿制一家制药公司取得巨大成功的疗法一样。专利不像保护医疗创新一样保护金融创新，因此西蒙斯的法律赔偿不明朗。然而，引人注目的是，大奖章的业绩仍然让对手望尘莫及。就像喝了毒药还能活下来的魔术师一样，西蒙斯变得比以前更神秘。

这样还能活下来怎么可能呢？部分原因可能在于文艺复兴科技公司的律师，通过起诉那两个俄罗斯人和他们的新雇员，西蒙斯可能使得他们不敢全面推出一个竞争性系统，而且在2006年，判决结果裁定两名俄罗斯人得中止交易。但是，律师并不是全部原因，因为这两名俄罗斯人的确运作了竞争性系统两三年的时间，在那几年里，大奖章基金的表现非常出色，尽管如果知识产权没有被盗的话它的利润会更高。

> 这个教训似乎是：文艺复兴科技公司的基础设施和它的研究同样重要，而且研究本身在不断进步。建立这个系统投入了大量的时间和金钱，系统每天能吸收1万亿字节的数据，研究人员接触并处理这些数据，并将这些研究成果转换为从西班牙到韩国的市场中天衣无缝的几十万笔自动交易。而且，在两名俄罗斯人努力创造一个半吊子的类似平台的时候，文艺复兴科技公司的员工在继续前进，他们每个星期二都在东锡托基特举行全体会议，都会有一系列新的想法，那两名俄罗斯人一直在追赶一个快速移动的目标。

詹姆斯·西蒙斯对其他对冲基金的影响有些自相矛盾。大奖章基金就像是一个汽车公司生产的F1赛车：大多数客户都没有机会进去看过，但这个令人垂涎三尺的东西的存在鼓励他们购买普通车。一个基于短期信号交易的基金不能过于庞大，因为流动性和时间限制不让它在每笔交易上下注太多。因此，大奖章自1993年以来就对新的外部投资者关闭，60亿美元左右的资金几乎全部是来自雇员的钱。但大奖章基金的存在影响了这个行业的其他部分，抵消了长期管理资本公司崩溃时的暗箱操作对其声誉的打击。

每次西蒙斯的照片登上财经杂志封面，就有更多急切的机构资金涌入计量交易系统。西蒙斯本人也利用了这一现象。2005年，他创办了新的公司——文

艺复兴法人股票基金（Renaissance Institutional Equities Fund），目的是吸收令人瞩目的 1 000 亿美元的机构储蓄。运作如此大额资金的唯一办法就是从短期交易发展到流动性更强的长期战略，而且因为纯模式识别对短期交易最有效，这就意味着西蒙斯提供的是一个依赖于其他类型的信号的基金，而其他类型的信号可能已经被肖氏对冲基金和其他对手研究过了。到 2007 年夏天，西蒙斯的新公司聚集了超过 250 亿美元的资金，使其成为世界上最大的对冲基金之一。但接着金融危机爆发了，像几乎所有人一样，西蒙斯预感到了后果。



第14章

它可能引发火灾，也可能是消防员

到2005年左右，对冲基金成功的规模和持续性正在改变这个产业的结构。第一代对冲基金业巨头过去被视为怪才，他们让人大跌眼镜的回报率可能是运气好，却肯定不会再有了。但到2005年，不管怎样都没有人可以说对冲基金不多见：超过8 000只基金涌现出来，而基金长期以来令人羡慕的回报率让人很难将其归为好运气而加以忽略。渐渐地，以前关于运气和天才的说法慢慢淡去，被新的说法所取代——在从凤凰城到摩纳哥举行的对冲基金会议中，一批顾问和大师就“阿尔法值”进行了讨论。关于阿尔法值好的方面在于它可以解释：像汤姆·斯泰尔的兼并套利或肖氏对冲基金的统计套利之类的策略，他们超过大盘的利润可以被专业人士理解、模仿并复制。因此，**复制商的时代来临，创新和灵感屈服于这种新的“阿尔法工厂”**。

你可以看到这种席卷整个对冲基金业的变革。到21世纪初，像朱利安·罗伯逊的老虎基金所用的多空股票选择能带来超额利润已不再有很大的疑问。面临的挑战不是关于发明新策略，而是如何将它成功地实施。许多看上去与老虎基金一样的公司去做这项工作，其中许多是在老虎基金工作过的人在运营。对冲基金顾问和基金中的基金等行业快速兴起，它们将资金分配到最有前途的基金里。罗伯逊翻版公司的最大发起人不是别人，就是罗伯逊自己。

在2000年关闭老虎基金后，他将他的办公室变成了“老虎提供创业资本的基金”的孵化器，他们负责管理他的资金，从他的指导中受益，并用他与一些

大人物的关系筹集更多的外部资金。在旧的老虎基金模式中，罗伯逊掌控着所有的大型投资，但现在他根本不再掌控，他从发明一种投资技术转变为了授权技术的特许经营。这个转变给罗伯逊辉煌的职业生涯提供了一个利润丰厚的终结篇，到 2006 年，重出江湖的老虎公司总共管理着 160 亿美元，公园大道上的这家公司发展得比以往任何时候都壮大。

对这些新工厂潮流的最清晰的表达是所谓的“多策略”对冲基金。多策略对冲基金不宣称在某一特定投资风格上的优势，其原则是你能在任何你想要的风格上建立优势——你只需要雇人。就像制药业巨头从大学的研究人员和生物技术创业公司收集想法一样，**多策略公司收集多个生成超额利润的战略，将它们糅合在一起以分散风险，然后根据市场情况给各种风格配置资金。**这些公司关于创造发明说得很少，关于加工处理说得很多；他们不认为对冲基金是金融创新的媒介，而认为它是金融产品。

一只总部在芝加哥的名为大本营的对冲基金成为多策略基金的主力军，一位主管解释说，公司的目标就是要“看看我们是否能将投资过程变成小件加工”。大本营投资集团 30 多岁的老板肯尼斯·格里芬是一个对管理类书籍很敏锐的人。他的工作人员会偷偷看看他的办公桌上大部头的书，以便他们可以应付接下来的计划，他开除人的时候没有回旋的余地，他喜欢将对冲基金比做巴士：有人上去，有人下来，但巴士在不断前进。新的多策略基金很快就取得了长足的发展。

大本营投资集团又是一个很好的例子。格里芬在哈佛大学上学时就已经开始交易可转换债券；2000 年初，他才刚刚 31 岁的时候，就操作着约 20 亿美元的资金。然后，制造商的时代到来了，大本营投资集团变得热门起来，所以其资产到 2007 年迅速增至 130 亿美元。公司发现，它简直可以想向客户收多少费用就收多少：它收取的费用在扣除 20% 的绩效费之外还超过投资人资产的 5%。格里芬的个人收入据说在业界排名第二，仅次于詹姆斯·西蒙斯，他让人知道有朝一日大本营投资集团将能与高盛和摩根士丹利竞争。

与此同时，2004 年由名为埃里克·明迪奇（Eric Mindich）的前高盛合并套利者创办的伊顿公园资本管理公司（Eton Park Capital Management）也是多策略基金增长的一个例子。明迪奇甚至在开业前

就筹集到30亿美元的资产，4年来，他管理的资金达到110亿美元。

20世纪90年代，所有顶级的对冲基金都在努力解决过于庞大的问题，许多基金将资本返还给投资者。但到2007年，“阿尔法值工厂”管理着5万亿美元以上的资金，占到这个行业资产的60%。一家杂志列出了“十亿美元俱乐部”的所有对冲基金，如果你不在其列，就没什么了不起。

想要做大是有充分理由的。小公司可能擅长产生新的想法，但大公司擅长实施。一旦对冲基金业渡过了研讨阶段，它就用时髦的专业配备将其发明推向市场。成功的“阿尔法值工厂”有能很快执行交易的最先进的计算机，有知道各个国家规则的法律部门，有能与经纪人谈判拿到最佳条件的财务部门，有辛苦做出漂亮的月度报告、让难伺候的机构投资者满意的营销部门。由于它们的优势在于其平台的效率，而不在于它们的思想创意，用平台来支持多种超额利润生成策略就是理所当然的了，而多种策略就意味着新的基金可以管理巨额的资金。多策略模式也面临着客户压力。

基金中的基金这个行业从捐赠基金和退休基金收集资金，然后将资金分配到对冲基金，到2005年，这个行业已经聚集了近4 000亿美元的资产，其中部分是靠承诺随着市场环境的改变灵活地在不同的对冲基金策略之间调配。用MBA的思维来看，他们可以去掉中间人。如果捐赠基金在找一种在不同策略之间进行调配的产品，他们会装备他们的设备，客户想要什么，他们就制什么。

然而，尽管有这些原因，“阿尔法值工厂”的突然增长让明智的旁观者感到不安。太多的人太快赚了太多钱。

> 投机取巧的顾问开起了关于如何创办对冲基金的公司；一本名为《对冲基金初阶》（*Hedge Funds for Dummies*）的书出现在书店；对资产管理一无所知的知名人士开始涉足这个行业，比如前美国国务卿玛德琳·奥尔布赖特（Madeleine Albright）。

这种疯狂让人想起20世纪80年代的杠杆收购热潮或20世纪90年代对科技股的狂热。这种泡沫是不是不能持久？是不是注定要痛苦地结束？

在2005年左右，随着对冲基金泡沫的增长，一家名为不凋花基金的公司作为现代“阿尔法值工厂”的榜样出现了，其创始人尼克·马奥尼斯

（Nick Maounis）曾是可转换债券套利的专家，但他聘请了兼并套利、多空股权投资、信用套利以及统计套利方面的专家。2002年，继腐败的能源公司——安然公司倒闭之后，马奥尼斯很快招进一些安然的员工，创立一家能源交易公司。马奥尼斯对这种扩展的理由还是老一套：多种超额利润产生战略的混合可以分散风险，不凋花基金公司将根据市场条件的变化积极在不同策略之间调配资金。该基金积极的变换是一个值得骄傲的地方。

> 在不凋花基金公司2000年9月创办后的前几个月，将近一半的资金集中在兼并套利上；一年后，这一战略所占资金已经减少到几乎为零，不凋花基金一半以上的资本又都集中在可转换债券套利上；再下一年，投资组合开始转向债券交易，然后又转向统计套利和能源。在养老基金可以直接投到不凋花基金公司的情况下，似乎没有什么很好的理由聘请基金中的基金，因为这样可以节省中间人的费用，特别是不凋花基金的业绩非常好。在开业的前3年，不凋花基金公司的回报率分别为22%、11%、17%，而这段时间，标准普尔500指数大部分时间在下降。

然而，尽管不凋花基金有辉煌的表现，但它无疑还是有一个漏洞。和他所说的相反，马奥尼斯在决定转向哪个策略时没有优势。他对最近运作良好的投资方式增加资金配额，而对表现不佳的方式减少配额，但没有保险的方法去确定哪些策略在不久的将来会取得成功。此外，正是由于超额利润已经成为一种商品，很多竞争对手的工厂通过生产同样的东西压低回报：不凋花基金的变换与其说是在精明地把握市场周期的时机，还不如说在拼命地另寻对策以防止利润下滑。而由于马奥尼斯是将资金分配给不同领域的专家交易员，他的决定必定受到了直觉的影响，对他公司不同的交易员的直觉可能很危险地影响他的决定。

这些危险被一个年轻的加拿大人布莱恩·亨特（Brian Hunter）遇上了。他身高6英尺5英寸，偶尔穿上国家冰球联盟（National Hockey League）的卡尔加里火焰（Calgary Flame）球衣，加上数学硕士学位，亨特无论在身材上还是智慧上都让人印象深刻。他为人真诚，说起话来轻声细语，并且永远都是冷静的，从他2004年到不凋花基金公司的那一刻起，他在天然气交易的回报率就明显脱

颖而出。

> 他曾经发现天然气冬季价格的一个异常：与可以由油罐车随意运输的石油不同，天然气主要是由管道运送，供应路线不能轻易更改以填补意想不到的地区性短缺，因此，天然气价格不稳定。有很多次，一股冷空气就导致家用取暖用气的需求上涨，面对不变的供应，其价格会飞速上涨。亨特发现价值将会在短缺时暴涨的期权不可思议的便宜，这代表了便宜的天气保险。

亨特买进这些期权，寻思着他找到了一个典型的非对称交易：他最大的损失就是购买期权的那点成本，但如果市场遭受冲击，天然气价格上涨，他可以比那个多赚很多倍。另一种利用这个机会的办法就是买两个期货合约：亨特会做空夏季合约，做多冬季合约，赌的是如果冬季价格上涨，两者之间的小利差会扩大。这个策略曾在近几年的冬季有很好的效果，并在2004年11月又开始见效：天然气的价格比夏季时的低点上升了约80%，不凋花基金赚了一大笔。

2005年春季，马奥尼斯陷入令人不快的困境，不凋花基金的很多策略表现不佳。可转换债券套利遇到了困难，而且没有恢复的迹象；马奥尼斯在统计套利上投入了巨资，他告诉同事他想和詹姆斯·西蒙斯分一杯羹，但结果并不是这样；不凋花基金的一组人中表现不错的是布莱恩·亨特和他在冬季天然气上的赌注，但4月的时候，马奥尼斯得知亨特获得了拿100万美元奖金与对手公司——SAC资本顾问公司签约的机会。马奥尼斯感觉无路可退，决定冒险。他提升了他的明星员工，而不是让别人挖走他，亨特成为不凋花基金公司能源部的负责人，有权自行交易。同时马奥尼斯将分配给能源部门的公司资本份额从去年春天的2%上升到30%。有了这两个决定，马奥尼斯实际上是将他的公司押在了一个和他共事不到一年的32岁的交易员身上。在2005年左右的冒险氛围中，这类事情时有发生。鉴于他的背景，亨特的升迁更加引人注目。

> 他从德意志银行来到不凋花基金公司，在那里他监督天然气交易，2003年12月，他的交易集团在一周内损失了5 100万美元，但真正令人大跌眼镜的是亨特对这种困境的反应。穿着他后来在纽约州法院穿的西装，亨特将损失归咎于“前所未有的、不可预见的天然气价格走势”，好像没有预见到市场的行为他并无过失。

他指出德意志银行的交易和风险管理软件中“证据确凿且众所周知的问题”，这使得很难退出亏损的交易，就好像冒过大的风险是德意志银行管理者的错。亨特还认为，即使他的集团遭受了损失，但他本人在2003年期间帮银行赚了4 000万美元，所以他应该拿到奖金。到2004年2月，德意志银行的管理人员断定不能再让他继续留在交易组。这就是不凋花基金现在提升的人。

晋升4个月之后，马奥尼斯有了庆祝的理由。亨特继续赌冬季天然气价格可能飙升，突然所有天气冲击都来了：8月，卡特里娜飓风袭击了路易士安那州的海岸线，进入新奥尔良，毁坏了墨西哥湾地区的天然气生产钻井。接下来的一个月，丽塔飓风来了，国家的天然气供应再次受到打击。截至9月底，天然气价格破了纪录，这对不凋花基金的回报率影响巨大。

2005年上半年由于大多数策略表现平平，不凋花基金亏损1%，到2005年年底时却上涨了21%，而对冲基金的平均回报率为9%。亨特的天然气交易赚了12.6亿美元，占了不凋花基金的全部利润，而亨特将其中的十分之一收入囊中。因为他的表现，不凋花基金的资产迅速增长到80亿美元，在世界对冲基金中排名第39位。

在每年的圣诞节邮件中，不凋花基金送给客户玩具汽油泵和一张引述了本杰明·富兰克林的话的卡片：“能源和执着改变一切。”很少有什么创始人会如此断章取义。

不管怎么说，卡特里娜和丽塔飓风都是小概率事件。但是，尽管亨特将他在德意志银行的损失归咎于不可预见的极端事件时很积极，但在不可预见的极端事件让他成为英雄人物时，他还是很高兴地接受了。马奥尼斯日益欣赏这个年轻的明星。他似乎将亨特视为可转换的套利交易员，被送到不同的地方。他在冒很少风险的同时创造利润：冬季天然气的价格不可能低于夏季天然气价格，因此他的潜在损失是有限的。

不凋花基金的风险部门加强了马奥尼斯的信念，风险部门负责天然气的一名成员曾经向马奥尼斯保证亨特是他见过的最优秀的商品交易员。亨特很轻易就能说服马奥尼斯，让他将他的家人和交易团队都搬到他的家乡卡尔加里。他开着法拉利去加拿大的办公室上班，尽管有时积雪状况让他不得不开宾利。

> 在2006年的头几个月，亨特的成功仍在继续。他的交易在1月—4月底赚了大约20亿美元，同样几乎占到不凋花基金公司的所有利润。当多策略对冲基金自那年以来平均增长只有5%的时候，不凋花基金的增长是6倍还不止。

马奥尼斯说，虽然他没能通过统计套利打开财富之门，但他发现了另一个同样有力的秘密武器。然而，对一些精明的旁观者来说，亨特客观的利润是一个警示。如果不冒一些风险，亨特不可能这样赚钱；另外，还有一个隐忧。随着新的“阿尔法值工厂”的建立，对冲基金投入到能源交易上的资金从2001年的大约50亿美元飙升至2006年的1 000亿美元以上，交易的人越来越多。因为资金大量涌入，任何对于对冲基金的能源专家说得通的策略在别人要挤进来的时候几乎肯定都不错，但当这种潮流逆转的时候，就可能是要崩溃了。

就布莱恩·亨特的情况来说，这种现象的一个极端情形似乎正在发生。不凋花基金允许他在缝隙市场建仓：到2006年2月底的时候，亨特持有了2006年11月在纽约商品交易所交货的天然气期货合约的70%，以及2007年1月在纽约商品交易所交货的天然气期货合约的60%，这令人瞠目结舌。通过这种巨额头寸，亨特赌天然气价格在2006年11月将下降，而2007年1月将上升；而且，只要他积极补仓，他的看法是可以自我实现的。毕竟，他的策略是否能赚钱还不清楚，但市场的基本面对他有利。

> 到2006年年初，天然气产量已经从飓风的破坏中恢复过来，而且温和的冬季减少了对天然气的需求，因此到2006年4月，天然气储存量比前5年的平均水平高了近40%。

在这种情况下，亨特对夏季和冬季利差投注的成功似乎很难解释，除非你看到他的头寸惊人的增长。大约4月底，不凋花基金拥有10万纽约商品交易所的合约，超过交易所所有月份未平仓合约的40%以上。亨特是个基于自己的冲动交易的交易员。

2006年5月，私募股权投资巨头黑石集团的团队拜访了在卡尔加里的亨特。黑石运作着历史最悠久的基金中的基金之一，它在不凋花基金公司投资了1.25亿美元，但是现在它改变了主意。不凋花基金可能单在4月份就上涨了13%，但亨特的利润规模表明他正在波动的市场中下大赌注。不凋花基金的风险控制

部门估计，因为冬季天然气价格不会比夏季低，亨特一个月的损失最大可能达到3亿美元，大约相当于股权的3%，是可以承受的。

但亨特自己的交易使这一评估过时了：夏季和冬季气体天然气的价差在2月中旬是1.4美元，4月底亨特建仓时却扩大到2.2美元，这意味着利差有足够的空间灾难性地缩小。此外，天然气市场规模小，而且亨特头寸的主要买家只有亨特他本人，这些都导致了流动性风险——如果亨特需要卖出头寸，将无人接手。黑石集团通知不凋花基金，下次有机会的时候它将撤回资本。临时通知赎回有一个惩罚性费用，但黑石集团愿意支付。

与此同时，马奥尼斯终于明白他的明星交易员贪功致败的事实。他让亨特降低风险，但是这谈何容易：没有人愿意购买不凋花基金的合约，正如黑石集团所担心的一样。在亨特想卖出一些头寸的时候，市场转向了，4月份的光辉业绩之后就是可怕的损失。截至5月底，不凋花基金下跌超过10亿美元，比风险控制部门估计的差不多超出4倍。

马奥尼斯和他的助手急于让公司稳定。其他策略的交易员被告知要减仓，以便腾出资金，而且不凋花基金支付了摩根士丹利大额费用，让其承担亨特的一些头寸。但是这太少，也太晚了。亨特大幅的利润和亏损已到引起了其他天然气交易者的注意：很明显，他的头寸规模太大，守不住了。更重要的是，关于这些头寸到底是什么并不是很神秘：你只要查一下3月和4月哪些合约的利差扩大了，就能知道亨特大量买入的是哪些。就像长期资本管理公司陷入债券交易，或者说像朱利安·罗伯逊套在美国航空公司一样，不凋花基金也被套住了。

> 一名对手交易员后来说："认为他们在持有规模达到100 000的情况下可以退出市场的想法是天真的，我知道不凋花基金最终会崩溃。只是时间的问题罢了。"

不凋花基金公司设法坚持熬过夏天。亨特仍被要求减少他的头寸，但因为他减少头寸就必然造成严重的损失，他决定等待，希望有什么会让他摆脱困境。到7月底，另一个关于夏末飓风的传闻让之前的勇气回来了。亨特大幅提高了他的赌注，导致夏季与冬季价格的价差扩大，使与他押相反赌注的名为母岩（Mother Rock）的对手对冲基金崩溃。8月，马奥尼斯接受了《华尔街日报》的采访，勇敢地宣称说"布莱恩·亨特真正擅长的是风险的控制和衡量"。回过

头去看这个特殊的评论，一位不凋花基金的元老对这个年轻人不灭的信心就像对分手的恋人不死心一样。但是，揭开真相的时刻到了。不凋花基金 8 月底遭受亏损，并面临着来自其经纪人的补充保证金通知。飓风季节太平无事地结束了，掠夺性的竞争对手开始把目标对准不凋花基金的头寸。

在9月中旬的一个阴雨天，马奥尼斯乘坐豪华轿车从他格林威治的办公室来到曼哈顿的皮埃尔酒店（Pierre Hotel）。那天交通很糟糕，他应该坐火车的，但数十亿美元的对冲基金经理乘坐公共交通工具很不自在。马奥尼斯是在前往具有时代特征的高盛对冲基金会议的途中。

> 舞厅摆了几十张桌子，每桌坐的都是一些对冲基金头目；机构投资者从一个地方到另一个地方，听了一个地方的推销后匆忙赶到下一个。马奥尼斯快速和几个投资者群体面对面交谈，重复着他了然于胸的话——不凋花基金公司有世界一流的股票基本面分析团队，世界一流的信用分析团队，世界一流的计量分析团队，世界一流的商品分析团队，而所有这些都在世界一流的基础设施之下。然后他收到了一封讨厌的电子邮件——公司有麻烦。

9月 14 日的那个周四，实际上就是不凋花基金公司的末日。随着关键的夏季和冬季利差缩小至 9 月初的 1/3，基金一天之内损失了 5.6 亿美元。在当晚马奥尼斯家里举行的气氛紧张的会议中，不凋花基金公司高层同意他们需要立即筹集资金以满足追加保证金的要求。马奥尼斯打电话给高盛，看它是否会买他的能源投资组合，其他不凋花基金的高级官员也联系了其他银行，急切地希望有个买方出价。

到周六早上，很多投资银行家到格林威治不凋花基金的办公室，他们将豪车挤满了停车场，大肆吃着食品贮藏室的食物。紧张的分析人员焦急地商讨对策，而老板却在汉普顿的乡间房子里。同时，不凋花基金的头寸在盘后交易中仍然损失惨重。高盛出了个价，接着美林也出了个价，周一一大早，不凋花基金以为它和高盛达成了协议，通过将部分资产卖给高盛来稳定公司。这看起来好像是长期资本管理公司的历史要重演——一只偏好风险的对冲基金已经崩溃，华尔街的企业将收拾残局。

马奥尼斯知道他得快点把消息传出去。纽约商品交易所将即将开市，现在世界上每一个商品交易员都听说了不凋花基金公司的困境，大家可以随意攻击亨特的头寸。马奥尼斯给他的投资者发了一封信，说不凋花基金公司和其高峰时期所管理的资金相比已经损失了一半，但向他们保证一个可以稳定基金的协议即将达成。

芝加哥，星期一上午，多策略基金大本营投资集团的老板肯尼斯·格里芬在家里的椭圆训练机上做运动。这个奇特的装置和显示器连接在一起，这样他就能通过电子邮件同步跟踪最新消息，然后一则来自于大本营投资集团的投资者关系负责人斯科特·拉弗蒂（Scott Rafferty）的消息出现在格里芬的收件箱。该电子邮件说，不凋花基金公司下跌了50%。有一两秒钟，这个数字没有完全显示出来，格里芬继续上下蹬着脚踏板，认为那不可能。然后他停下来，冲向电话，他需要和拉弗蒂谈谈。

“50？”格里芬问，“在多长时间内？”

“一个月。”拉弗蒂回答。

格里芬想起当长期资本管理公司崩溃时温尼·马冬尼对梅里韦瑟说的话：如果你亏损了一半，你就恢复不了了。

与此同时，在格林威治，马奥尼斯组织了一次电话会议，处理与高盛的协议问题。但是，当这两家公司开始商讨时，不凋花基金公司的经纪人J. P. 摩根伙同纽约商品交易所的官员一起破坏了这项协议的达成。J. P. 摩根的经纪部门曾借钱给公司，资助其天然气交易，并将期货合约作为抵押；现在，这一抵押品的价值不确定，银行对还款没有把握。法律赋予J. P. 摩根通过破产法院取得不凋花基金公司资产的权利，甚至可以从其他在不凋花基金即将破产时购买其资产的公司拿回资产。从高盛的角度来看，这个威胁创造了一个不可逾越的障碍：在市场混乱时期对亨特的交易账目进行定价就够难了，法律上的不确定性更使得这个协议无法想象。高盛希望J. P. 摩根保证不通过破产法院找它的麻烦，但J. P. 摩根拒绝了，协议没有达成。

就在华尔街的金融巨头们尔虞我诈陷入僵局的时候，不凋花基金的首席运营官查尔斯·温克勒（Charles Winkler）接到了他助手的一条短信，说格里芬给他打过电话，他急忙跑到办公室去回电话。

> 温克勒在格里芬的大本营投资集团工作过，而且两人一直是朋友。但当温克勒打电话找到格里芬的时候，他发现格里芬没有心情开玩笑。格里芬问道："查尔斯，我们能够做些什么，能够帮点什么忙吗？"
>
> 这是一个大胆的问题。不凋花基金的天然气头寸到星期一上午已经损失了40~50亿美元，一个130亿美元的对冲基金怎么可能消化这种继续亏损的投资组合？如果高盛公司同样的人折腾了一个周末也没有达成一项协议，是什么让格里芬认为他可以做得更好呢？
>
> 但温克勒和格里芬关系太近了，他没有直接把他排除在外，所以他直截了当地回答了他的问题，他说："其实很简单，我们需要一笔过渡性贷款，需要几亿美元将公司维持下去。"

格里芬开始整理他公司的资源。买一个占据整个天然气市场很大份额的投资组合涉及多种风险：他需要理解这些交易的逻辑，如何筹措经费，对手是谁，大本营投资集团的计算机系统是否能够处理这些交易。一个多策略对冲基金的整个前提——也就是平台的效率——将受到全方位的考验，如果格里芬认为他的公司是摩根士丹利和高盛的一个潜在的竞争对手，这就是他用来证明这一点的机会。

格里芬安排了大本营投资集团大约40名人员来处理这笔交易。他让两个副手飞到格林威治，他们两个人只有投资银行的竞争对手一半的年龄。同时，他和马奥尼斯以及他的高级顾问召开了电话会议，到午饭时间，讨论已经超出了过渡性贷款。不凋花基金亏损得如此之快，以至于它需要卖掉所有的能源头寸，而不仅仅是它的天然气头寸了。

> 不凋花基金的头寸越崩溃，格里芬相对于投资银行的竞争对手的优势就越大：对银行来说，目标每变动一次都需要上上下下的磋商；而同时身为首席执行官和首席交易能手的格里芬可以立即做出反应。同样的速度优势在较小规模的公司也存在。大本营投资集团的技术主管知道如何将贸易数据从不凋花基金公司的电脑传输过来，载入大本营投资集团的系统，并使其与大本营投资集团的会计和风险管理软件相配套，而一个大型的官僚机构可能需要一两次委员会才能搞定。

八年前长期资本管理公司陷入危机时，高盛曾宣布购买不良证券的兴趣，但没有达成协议。这次，一个发展得足够大的对冲基金在一些大公司中斡旋，事实证明它效率很高。

到了晚上，不凋花基金公司和大本营投资集团之间的会谈比它和所有的投资银行收购者的会谈都顺利得多。但还有一个障碍：不凋花基金公司能源投资组合的出售可能导致其破产，而在这种情况下，交易可能会受到法院的审查。就像那天早些时候的高盛一样，面对那种不确定性，大本营投资集团无法为不凋花基金公司的投资组合定价。

格里芬和他的团队通宵达旦地工作，试图找出一个绕开这个法律障碍的办法，然后他们很幸运地在星期二早上找到了一个解决方案。J. P. 摩根的一位高管打来电话，提出了一项协议：只要它买下不凋花基金公司头寸的 50%，J. P. 摩根将放弃其收回破产资产的权利。格里芬接受了，但随后出现了一个新的问题：如果其他债权人坚持要求对不凋花基金公司行使破坏大本营投资集团协议的扣回破产资产的权利该怎么办？评估这一风险需要了解不凋花基金公司非能源部分的投资：有没有别的经纪人资助了这些现在抵押不足的交易？格里芬不知道答案，有那么一会儿，协议似乎要泡汤了。但两位派到格林威治驻点的职员之一鲍勃·波拉切克（Bob Polachek）查明了缺失的这部分信息。通过前一天晚上通宵达旦地工作，他查了不凋花基金公司的所有主要经纪人的清单，他向格里芬保证没有隐藏的漏洞，然后在第二天早上 5：30，不凋花基金公司的出售顺利进行。

这次出售对格里芬和他的投资者来说是个伟大的胜利。部分原因是由于 J. P. 摩根的报价，也因为事实证明大本营投资集团的操作平台至少不亚于顶级银行的操作平台，对冲基金窃走了华尔街视为其囊中之物的交易协议。一旦大本营投资集团和 J. P. 摩根拥有了不凋花基金公司投资组合的所有权，其价值就开始回升。掠夺性的交易员可以看出，关于天然气的交易不会再被抛售，因此他们减少他们的押注，价格回升了。大本营投资集团最终从这笔交易中获得了约 10 亿美元的利润，格里芬兴建下一个“高盛”的计划已经向前迈出了重要的一步。

不凋花基金公司的崩溃证实，对冲基金已经开始出现泡沫。相对于现有的人才来说，它们增长得太快了，在这种压力下，他们可能让没有经验的交易员崩溃，而多策略的模式使得这种危险尤其严重。

像斯坦利·德鲁肯米勒或路易士·培根之类的高手了解风险，因为他们每天交易，他们决定避免重大损失，因为他们自己的积蓄和声誉与他们的公司联系在一起。但是，新"阿尔法值工厂"的组织形式不同，它们相信委托代理。

不能指望大型多策略基金的老板对他的交易员所冒的每一种风险都了如指掌，尤其是当资产积累速度迫使以同样的速度适应新风格的时候。一旦风险决定委托到下一级，多策略基金就必须应付困扰大银行和券商的不完善的激励机制的问题，只是没那么严重。交易员想拿奖金，而奖金是靠豪赌得来的，公司的中央风险部门很少控制有着战无不胜的光环的奇才。当不凋花基金倒闭的时候，投资者的60亿美元的权益变成泡影，远远超过长期资本管理公司所损失的。

然而，不凋花基金的崩溃无法完全解释随后要求加强监管的呼声。参议院金融委员会主席查尔斯·格拉斯利（Charles Grassley）写信给财政部长亨利·保尔森抱怨说，普通的美国人越来越多地通过他们的养老计划置身于对冲基金的风险，他想知道为什么资金不知不觉地就被蒸发了。但是，不凋花基金在月度报告中向其投资者披露了其策略，事实上，**正是因为缺乏保密性，才使得一旦市场对它不利，它就容易成为攻击的目标。**同样，一个由《华尔街日报》进行的对民间经济学家的调查发现，大多数人赞成对对冲基金进行更严格的监督。一种流行的监管措施是在证券交易委员会进行强制性登记，而登记要达到什么目的根本不清楚。

但是，不凋花基金公司的倒闭没有让美国的纳税人遭到任何损失，也没有纽约联邦储备银行昼夜不停的危机处理会议，对金融体系也没有明显的损害。亏钱的养老基金很恼火，但不凋花基金只是代表了它们资产的很小的份额而已。该基金崩溃的影响不会比标准普尔500指数某天下跌的影响大。总之，市场对不凋花基金公司的错误进行了惩罚，却只对整体经济造成了最小的损伤。没有什么监管可以做得更好。

自从长期资本管理公司崩溃，华尔街一直担心下一个对冲基金的倒闭。现

在事情发生了，疤痕却几乎看不见。对冲基金的批评者仍然担心这些高负债的恶魔可能影响整个体系——毕竟，长期资本管理公司就是这样。但是，**大本营投资集团已经证明这个故事还有另外一面：也许对冲基金有时可能引发火灾，但它们也可能是消防员。**



第15章

谁是风暴中最大的赢家

丹尼尔·萨迪克（Daniel Sadek）的童年过得并非一帆风顺。1968 年他出生在黎巴嫩，他的学业因为该国的内战而中断，身体也因为伤枪和流弹留下伤疤。他离开黎巴嫩到法国，然后在 18 岁的时候偶然到了加利福尼亚州，他先找了份加油站服务员的工作，后来成为汽车推销员。但在 2000 年左右，一个现象引起了他的注意。他一辆接一辆的卖出很多奔驰汽车给从事抵押贷款业务的客户。当萨迪克发现他不用上任何课就可以取得销售类房屋贷款的执照时，他开始从事一种新的职业。然而如果他想成为一个专业的理发师，他将需要参加 1 500 小时的培训才有取得国家许可证的资格。

到 2005 年，萨迪克的快速贷款公司（Quick Loan）已经拥有 700 名员工，是全国排名前 50 的“次级贷款”放款人之一，这意味着它专门针对因为风险过高而拿不到普通贷款的客户。它的推销也是非常直接的，比如会看到这样的广告词：“无须收入核查，即时取得资格”，或者“你不能等待，我们不会让你等待”。加利福尼亚州公司监管局（California Department of Corporations）记录了很多对快速贷款公司的投诉，包括欺诈和承销错误。但萨迪克没有因为这些改变他的风格。

> 他在海边买了豪宅，在拉斯维加斯买了公寓，他故意显摆他的项链、拖鞋和长发；他收藏很多酷车，拥有一些餐馆的投资，以及一家电影公司。当他的演员女友需要一个电影角色，他就资助了一部名为

《狂野时速》(*Redline*)的电影。这部电影是一个“充满汽车、保险杠的动作片”,《波士顿环球报》的评论家写道:“是你所期望的,但又比你期望的要少得多。”在拍摄和宣传电影的过程中,演员毁掉了价值超过200万美元的萨迪克的跑车。“无惧无畏,冒险犯难!”这是该电影的广告语。

2006年,达拉斯的一名对冲基金经理凯尔·巴斯(Kyle Bass)听说了萨迪克和他的电影制作。这个故事证实了巴斯已有的怀疑:美国抵押贷款市场由一些非常疯狂的人掌控着,这个泡沫大过对冲基金行业内部可能存在的任何泡沫。2000年—2005年间,高风险的次级抵押贷款额增加了三倍,其中越来越多的贷款流向了那些无法偿还的人。

有一个快速贷款的广告宣称“濒临破产、税务留置权、丧失抵押品赎回权、收回问题以及信用问题,都行”,好像这家公司找的就是赖账者似的。萨迪克对此抱有的自取灭亡的态度可以由他的电影概括出来。正如凯尔·巴斯后来所说的一样:“当他们开着一辆保时捷猛冲出去时,他说:‘管它的,让几辆车乱开一气会怎么样?’我就在想:‘如果针对这家伙下注准没错。’”

大约在不凋花基金公司崩溃的时候,巴斯和他的公司——海曼资金管理公司(Hayman Capital)弄清了萨迪克的抵押贷款如何被打包在一起然后以按揭债券的形式出售。巴斯卖空了大量这样的债券,然后舒舒服服地坐在那里等着。

其他对冲基金经理也有类似的动作。对于一家名为尖端伙伴(FrontPoint Partners)的大型“阿尔法值工厂”的老板迈克尔·利特(Michael Litt)来说,当他到雷曼兄弟公司的抵押柜台时,他就觉得不对劲。按揭贷款部门最近搬到了一个巨大的新交易大厅,就在利特参观的时候,他听到一群交易员取笑他们的好友:一个裁缝来为他量身,做一件大约6 000美元的西装,这人只定做了一套。他真小气!

过了一会儿,利特在从伦敦回家的飞机上,读起国际清算银行的一份解释完善的金融体系如何抑制市场波动的报告。利特回想起有什么事情不对劲,他望着窗外,看到格陵兰岛的轮廓:这个岛曾经适宜人类居住,但后来冰封了。在40 000英尺高度的时候,他突然想起来了。**波动率低是因为世界上充斥着冒**

险资金，但充分的流动性让人误以为稳定是由金融体系的结构得到改善而带来的。来自亚洲和阿拉伯的投资者将数十亿美元的资金汇到纽约的基金经理那里，悉数买入雷曼兄弟公司的抵押贷款人卖出的所有证券，而国际清算银行那些精明的人似乎还没有意识到即将到来的问题。利特重新调整了尖端伙伴的投资组合，做好了迎接冲击的准备。2006 年秋天，公司针对次级抵押贷款下了注，并运用一些其他交易策略建立起了看跌头寸。

在接下来的一年中，海曼资金管理公司和尖端伙伴都获利颇丰。但在这种史无前例的泡沫中赚到史无前例的回报率的人是个名叫约翰·保尔森的不起眼的人物。

> 他个子不高也不矮，长相不帅也不难看，不过分热情但也不十分冷淡，给人以平常人的印象。1980 年从哈佛商学院毕业之后，他作为一名管理顾问到一家名为奥德赛合伙人公司（Odyssey Partners）的对冲基金，再到贝尔斯登公司，在那里从事合并与收购相关的工作。1994 年，他自己创立了一个小型对冲基金，就在孕育了其他一些对冲基金起步公司的公园大道的大楼里。在接下来的十年里，保尔森和公司成功地稳步增长，资本由成立时的 200 万美元增至 2003 年的 600 万美元，然后借着大型对冲基金资产迅速增长的势头，到 2005 年的时候他已经管理着 40 亿美元的资金。即使这样，保尔森也保持低调。他的员工只有 7 名分析人员，而且，虽然他已经积累了一定的个人财富，但他处事都尽可能以不张扬的方式。

保尔森是一个独来独往逆势而行的人。他毫不怀疑自己的智慧，在努力成为精英对冲基金经理的过程中，他练就了非传统的豪赌的艺术，专攻那些可能性很低的兼并套利。保尔森不但投资那些预计可能达成的并购，以赚取适度的溢价，有时他也对可能不成功的并购下注，或者投资那些可能受到来自竞争对手出乎意料的收购报价冲击的并购，保尔森还通过成功预测市场的走势赚钱。当经济蓬勃发展时，他寻找做空的时机，经济不好的时候，他就寻找做多的时机。他有些同事也和他一样，有着与众不同的想法。

> 保罗·佩莱格里尼（Paolo Pellegrini），一个身材高大、戴着大框眼镜、永远带着笑意的优雅的意大利人，花了许多年追逐这些没有成效

的不合常规的想法，他后来说“我是个浪漫主义者”。当佩里格里尼2004年签约成为保尔森金融公司的分析师时，他感觉到，平生第一次他的非传统风格受到欢迎。

保尔森的技能很大程度上在于他的头寸的详细情况。他通过一种被称为资本结构套利的策略，对这种繁荣产生了怀疑，资本结构讨论始于某一公司发行的各种债券在破产时可能会被区别对待的这个事实。所谓的高级债券对公司的剩余资产有优先索款权，因此会最先得到偿付；次级债券从剩余的资产得到偿付。只要该公司运转正常，投资者并不会理会这个细微的法律差别，所以高级债券和次级债券以差不多的价格交易。但是，如果经济衰退，机会就出现了。保尔森可以评估那些即将破产的公司，比如那些处于周期性行业的公司，也可能是有太多债务的公司。然后，他可以做空那些在公司即将倒闭时遭受打击最大的次级债券，有时还会通过做多高级债券来对他的头寸套期保值。

2005年初，保尔森开始感到经济要转头向下了。他在之前经济衰退的时候以折扣价买入的债券现在价格高得离谱，因为长期的低利率，金融市场充满泡沫。保尔森开始找个最佳方法对这个泡沫下注，他想找出美国资本主义最薄弱的地方——就是如果经济放缓，哪怕只是一点点，崩溃得最彻底、最快的部分。

理想的目标兼具所有的常规弱点：它处于一个周期性的行业，有过多的债务，而债务被分成高级债券和次级债券，因此保尔森可以做空风险集中的次级债券。保尔森试着做空汽车公司的债券，理由是消费者在贷他们还不起的汽车贷款；他做空了一家保险公司，以及几家房屋贷款机构。但所有这些交易都有一个风险。汽车公司、保险公司、房屋贷款机构都有用来特许经营的价值——他们有房子，有品牌，有客户关系，因此，即使它们在债务的重压下崩溃，它们很可能还是值一些钱，如果保尔森要逆势而为，他就要做空那些会被彻底毁掉的东西。2005年的那个春天，他选中了正确的目标。

这个目标就是按揭证券，它拥有卖空者所希望的每一个能想到的吸引人的特征。房屋价格和与之相关的抵押贷款都具有一定的周期性，尽管广大的美国公众深信房价只会继续上升。因为房价同样是建立在庞大的家庭债务上的，当家庭经济遭遇困难时，他们将无法按期付款；至于次级债券和高级债券的分离，保尔森从来没有遇到过比抵押贷款更好的机会。

> 像丹尼尔·萨迪克这样的贷款人生成卖给华尔街的银行的抵押贷款，银行将这些抵押贷款变成抵押贷款债券，然后其他银行来购买这些债券，重新整合，将产生的“担保债务”分成不同的层，最高级评定为可信赖的AAA级，下一级评为AA级，依此类推向下评至BBB级以至更低的级别，总共排成一个可能有18级的金字塔结构。
>
> 如果担保债务中那些拖欠的抵押贷款的95%或者更多被还清了，BBB级债券就没有问题，因为第一个5%的损失由更低级的债券承担。但是，一旦拖欠率超过5%这个额度，BBB级证券将会出现亏损，因为BBB级债券这层仅占1%，6%的拖欠率会使这级债券的价值为零。与汽车公司的债券相比，这里也无需担心特许经营的价值。一个破产的公司可能对某个人来说还值点钱，而一叠无人偿付的贷款单就是一文不值。

2005年4月，保尔森对这些按揭证券下了第一个赌注。他对价值1亿美元的BBB级次级抵押贷款买了信用违约掉期，作为对债券违约的保险。这里的风险和回报具有很大的不对称性：他支付了一年的保险金额140万美元，但如果这种证券崩溃，他可以稳赚1亿美元。问题就是违约的可能性大不大：你可以通过赌轮盘上的某个数字获得丰厚的回报，但那是因为你获胜的可能性很低。为了弄清楚这个概率，保尔森向那个反传统的意大利人保罗·佩里格里尼求助。因为配有200万美元的研发经费，佩里格里尼购买了最大的抵押贷款资料库，聘请了一家外部公司来存储数据，并另外招来分析师们算出历史违约率。

佩里格里尼的第一个研究结果并不理想。他和保尔森开始考虑的是无力偿还抵押贷款的家庭注定要违约，但现在佩里格里尼发现其中有个陷阱：只要房价持续上涨，房主就会通过再融资来摆脱困境。但佩里格里尼还有另一个发现。按揭贷款行业情绪性地认为房屋价格绝不会在全国范围内同步下降，在2005年夏季，房价还以每年15%的速度在上涨，在全国范围内下降的事情从来没有发生过，因此，由许多来自不同州的抵押贷款支持的债券风险相对较低。正因为佩里格里尼对按揭贷款是外行，他不受专业人士的传统看法的束缚，而他的大量计算表明，这种想法并不正确。

如果你用通货膨胀调整房价，20世纪80年代和90年代都出现过全国范围

内的下跌，因此有充分的理由认为，21 世纪初的大幅上涨之后应该是另一轮的房价低迷。此外，并非只有房价下跌才能阻止再融资；即使房价只是持平，房主就没有足够的抵押品获得新的、数额更大的按揭贷款。佩里格里尼的分析表明，零房价升值将最终导致至少 7% 的按揭贷款拖欠率，从而毁掉所有 BBB 级债券的价值。这一结论可以归纳为一句话：没有价值就是没有价值。

截至 2006 年年初，保尔森对抵押贷款的押注都没有赚钱。他的一些投资者抱怨他有些自不量力，但对佩里格里尼的研究结论考虑得越多，他就越确信他发现了一个千载难逢的机会。随着美联储加息增加抵押贷款成本，房价上涨将放缓，因此房价持平的可能性至少是 50%：这就和赌轮盘游戏类似了。但是，潜在的回报是赌本的 70~80 倍，是赌轮盘上的某个数字回报的两倍。保尔森建了一个简单的表格来描述自己能做些什么。

> 如果他成立了一个资本为 6 亿美元的基金，扣除对 BBB 级抵押债券买保险的 7%，最糟的情况是损失 4 200 万美元。另一方面，回报几乎是无限的。如果 BBB 级债券只有 30% 的违约率，基金的收益率将是 341%，相当于 20 亿美元；如果债券有 50% 的违约率，收益率将会是 568%，也就是 34 亿美元；如果债券有 80% 的违约率——保尔森认为这很可能，基金将获得 909% 的回报率，那将是惊人的 55 亿美元。

当保尔森向投资者解释这个的时候，一些人认为他疯了。909% 的回报率？什么时候见过？但是，保尔森不是个会被吓倒的人。2006 年夏天，他成立了一个新的对冲基金来实践那个表中列出的想法，其中部分资金来自他本人，佩里格里尼是共同管理人。

他们面临的挑战是如何交易他们想要做的那么大的规模。保尔森可以通过借入抵押债券然后卖空来对抵押债券下注，但操作起来比较烦琐；他也可以从银行买入信贷违约掉期作为保险，但那得找到有意出售的银行。幸运的是，2006 年 7 月，华尔街的顶级投资银行找了个更简单的办法：抱着自己赚取交易佣金的想法，它们推出了次级抵押贷款指数，也就是 ABX。保尔森现在发现，在一天之内，他可以很容易地购买 1 000 万美元的次级抵押贷款的保险。一两个星期后，他接到了一家大银行的电话，对方是一名 ABX 交易员。

> “你想要多少？”该交易员问道。他愿意和保尔森做大笔的生意，

那他想买多少次级贷款债券的保险呢？

保尔森考虑了一下，他不想把这个交易员吓跑。如果这个人真的知道保尔森想买多少保险，他肯定不会愚蠢到不先让价格涨上去就卖。

“5亿美元。”保尔森试着说。

“成交！”该交易员回答。

“再加5亿美元。”保尔森说。

“成交！”这个人又说，丝毫没有被吓住。然后他又说：“告诉我们你的整体规划。”

“明天再打给我。”保尔森说。第二天，他又买了10亿美元的次级债券保险。那年前半年，他好不容易才买了5亿美元的这种保险，现在，在短短的两天之内，他买入的数量达到了之前的4倍之多。

“告诉我们你的整体规划。”该交易员又说。

保尔森心想，这是终极目标。他记得索罗斯的话：全力以赴。

“我再买30亿美元。”他说。听了这句话，对方有一阵沉默。交易员同意让他另外买10亿美元，但不愿意让他买更多。不过，通过给其他银行打电话，保尔森为他的信用基金建立了一个总额为72亿美元的头寸。到2006年年底，他基于同样的策略推出了第二只基金。

在那之后几个星期，形势开始对保尔森有利。2007年2月7日下午，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司（New Century Financial Corp）宣布了一个让人意外的消息：本该第二天公布的第四季度季报不得不推迟公布，因为公司仍在计算损失。因为大家预期公司会有盈利，这个消息很让人震惊。原来，新世纪金融公司次级贷款崩溃的速度比怀疑者担心的还快，有些借款人连第一期款都还不上。同一天，美国第三大次级抵押贷款公司——英国汇丰银行宣布：因为抵押贷款崩溃，它得预留106亿美元作为贷款损失准备金。

第二天早上，因为受新世纪金融公司和汇丰银行股价下跌的影响，保尔森的首席交易员告诉他ABX指数下跌了5个点，那时他正坐在他的办公桌前。因为他的头寸巨大，ABX指数下降1个点就可以带给保尔森2.5亿美元的利润，一个早上，他就赚了12.5亿美元，和索罗斯在对英镑的押注中赚的差不多。到那个月底，当保尔森公布了2月份的情况的时候，他在办公室接到了一个持怀

疑态度的投资者的电话。

“是不是印错了？是6.6%对吧？不是66%吧？”

这不是打印错误。一旦房价停止上涨，负债累累的家庭就开始还不起贷款，所以BBB级的贷款证券实际上已经毫无价值。没过几个月，新世纪金融公司宣布破产，汇丰银行也解雇了美国方面的管理人员，但抵押贷款业的每一个灾难对保尔森来说都是进账。

在一个炎炎夏日，保尔森正和两个潜在客户谈话，一位同事进来在他耳边低声说了些什么，保尔森马上就抱歉离开，将客人留在闷热的会议室。当他几分钟后回来的时候，脸上是掩饰不住的笑意。他的访客终于问他是不是要去别的地方，保尔森按捺不住，揭露了谜底。

“我们刚刚破了纪录，”他脱口而出，“我们赚了10亿美元。”

保尔森所记住的索罗斯的话比他想象的更适合于当时的情况，次级贷款泡沫是早期对冲基金利用过的错误政策的新版本。20世纪70年代，不称职的中央银行引发了通货膨胀，让商品交易员得以顺势而为；20世纪90年代，中央银行坚守不可持续的盯住汇率制，让索罗斯之类的宏观交易员轻易地得手。到了21世纪，通货膨胀和不可持续的盯住汇率制没有了，但这些过去的愚蠢行为导致了一个新的错误。

由于通货膨胀的问题已经解决，中央银行随意以低利率刺激经济，导致资金成本降低，资产泡沫增大；由于现在汇率稳定，于是华尔街大胆地冒其他风险，增加负债率，这又进一步增加了泡沫。

每一个新的时代都有一种新的失误，为交易员创造新的机会。**宏观对冲基金的鼎盛时期可能已经过去，但信贷对冲基金的鼎盛时期已经到来。约翰·保尔森就是新时代的乔治·索罗斯。**

索罗斯的话从另一种意义上说也适用于当前情况。著名的宏观交易取得很高的利润是因为有愿意买入的买方——1992年是英国政府。同样，保尔森的次级抵押贷款交易也要有一个买方，只有有人愿意买，他才能大量卖空抵押贷款。那么，不为人知的这些买主是谁，他们为什么那么迫切地想浪费自己的钱。

当2007—2008年抵押贷款泡沫破灭的时候，整个金融体系都遭受了巨大的损失。丹尼尔·萨迪克的业务，以及其他数十亿美元的同样无法收回的贷款被打包卖给了其他投资者，包括日本保险公司以及挪威的养老基金。当然，有些对冲基金也持有次级抵押贷款证券，两家中等规模的公司在抵押贷款的压力下破产，一家是培洛顿有限责任合伙公司（Peloton Partners），一家是旗鱼资本合伙基金（Sailfish Capital）。特别要指出的是，培洛顿有限责任合伙公司几乎没有审慎理财的概念：它驻伦敦的经理人因秘书从他们自己的账户窃取了430万英镑而他们却没有意识到有什么不妥而出名。尽管在审判过程中他们告诉陪审团，说感觉他们的银行账户“少了一两百万”。不过，无论如何，对冲基金整体来说在这次泡沫中情况非常好：它避免了买入按揭证券这一罪魁祸首，而且往往通过卖空按揭证券赚了钱。

2007年，根据芝加哥对冲基金研究公司的数据，专攻资产支持证券的对冲基金平均上涨了1%，而资产支持证券包括抵押贷款。也就是说，它们完全避开了次级抵押贷款证券。同时，对冲基金在这一年整体上涨了10%，这个数字在危机的时候已经很不错了。

如果大部分对冲基金都认为次级抵押贷款资产是垃圾，那么是谁在购买？在很大程度上来说，答案是银行和投资银行，比如花旗银行、瑞银集团以及美林之类的公司。这乍一想似乎很奇怪，这些公司都以管理着其自有资本的交易部门为荣。但是，和对冲基金不一样，银行和投资银行全力买入了次级抵押贷款。

花旗银行的损失太大，以致政府被迫救援，买入其股份的三分之一以上；瑞银集团最终也需要瑞士政府救援；美林被出售给美国银行以避免破产。另外，尽管培洛顿和旗鱼之类的对冲基金破产没有让纳税人损失一分钱，但就像之前不凋花基金公司破产一样，花旗和其他公司的失利还是给政府预算和世界经济造成了巨大的负担。

为什么它们与对冲基金形成了鲜明的对比？有四个主要原因，**第一个是监管**。监管机构规定像花旗和瑞银之类的接受存款的银行必须持有资本最低限额，以支持其偿付能力。在次级抵押贷款泡沫破灭的时候，这应该使银行比对冲基金更有缓冲余地。但是，尽管资本要求有必要，它也可以成为依靠，但银行没

有以严格的证明安全的方式运作它们的资金，而是经常以资本要求认为安全的方式运作资金，即使它并不安全。次级抵押贷款就是这个问题的典型例子。

由不良抵押贷款支持的债券被评为最高级AAA级，其部分原因是评级机构从债券发行人那里收费，淡化了关键的激励机制。一旦次级抵押贷款资产被评为AAA级，银行就乐意持有，因为资本要求允许他们这么做，同时可以减少闲置资金，监管和评级机构从而成为分析抵押贷款债券的真正风险的代替者。由于对冲基金习惯了自己做决定，不受监管和评级机构的干扰，他们往往表现较佳。

如果说资本标准有利有弊，那么还有第二个问题，**是关于激励机制**。对冲基金的激励机制并不完善：经理在赚钱的年份能截留利润的五分之一，但亏损的时候却不用补偿损失的五分之一，因此，他们可能豪赌。但毫无疑问，银行的激励机制更糟。对冲基金经理通常在其基金中有自己的资金，这给了他们一个很充分的理由来控制风险；相比之下，银行的自营交易员没有把自己的存款放在他们运作的资金里冒险，相反，银行的交易员往往持有自己公司的股票。但是股票的价值是由银行内部各个利润中心带动的，如果自营部门亏损，其错误会被其他业务淡化。这时股票可能有一点反应，或者根本没有，因为影响太小，也不足以改变自营交易员的积极性。

这种对比指出了银行在信贷泡沫中表现较差的第三个原因：**多个利润中心分散了管理人员的注意力**。银行的自营交易部门与并购、证券承销、管理客户资金的部门并存，有时对收费的争夺会影响他们的投资决策，次级抵押贷款的案例同样说明了这一点。

据说美林卖出价值700亿美元的次级担保债务凭证，每次赚取1.25%的费用，也就是8.75亿美元。美林的老板沉迷于他们在抵押贷款排名表上的排名：首席执行官斯坦利·奥尼尔（Stan O'Neal）准备不赚钱放款给住房贷款者，以便能优先买他们的抵押贷款。为了满足担保债务凭证的供应，美林和它的竞争对手持有大量的抵押债券，因此当2007年年初担保债务凭证的需求大幅减少时，银行还有数十亿没卖出，使资产负债表惨不忍睹。

银行因此成为抵押贷款的投资者，这是它们抵押贷款打包业务一个意外的

副产品。当争夺佣金如此扭曲他们的投资选择时，投资选择变得可怕也就不奇怪了。

导致银行命运的最后一个原因是它们的文化。对冲基金是忧患类公司，总是担心经纪人的追加保证金通知或是客户赎回资金，因为这会让它们破产。它们的投资回报决定它们的生死存亡，因此它们对此非常关注。它们通常由一个有号召力的创建者运作，而不是由行政委员会，如果看到自己的投资组合情况不妙，它们会积极地改变立场。相比之下，银行比较安乐。它们有多种收入，而且看起来比较安全：储蓄银行拥有政府担保的资金，而投资银行认为（事实证明是错误的）进入股票和债券市场使它们变得几乎坚不可摧。

对冲基金的忧患和银行的安乐之间的差异在1998年俄罗斯违约后长期资本管理公司的危机时表现得最为明显。通常情况下，面对那种冲击对冲基金对投资者锁定的时间会更长，而且会和主要经纪公司协商担保以稳定资本。相比之下，银行趋向于完全相反的反应：从20世纪90年代中期至2005年左右，它们的股本缓冲大约下降了三分之一。即使在2006年和2007年抵押贷款泡沫破灭的时候，许多银行的反应也过慢：它们通过新的ABX指数卖给约翰·保尔森数十亿美元的抵押贷款保险，却没有停下来问问自己：保尔森的买入可能意味着什么。

银行与对冲基金的差异由贝尔斯登的故事概括出来，尽管这对它是一种扭曲。贝尔斯登因为积极管理交易风险而闻名，它正是那种不会买入不良按揭证券的机构。但到2005年左右，贝尔斯登已经从2000年的华尔街第三大住房抵押贷款证券包装公司上升到第一位；为了保证公司正常运转，贝尔斯登在美国和英国买入直接向房屋买主发放次级贷款的附属公司。这种扩张难免转移管理人员的注意力，他们对如何大量创造抵押贷款关注得更多，而不是抵押贷款究竟价值几何。

与此同时，在2003年，贝尔斯登对其资产管理部门设计了雄心勃勃的“双十”战略：到2010年，来自这个部门的收入和利润将上升至公司的10%，而不考虑贝尔斯登的资产管理子公司是从一个无足轻重的位置发展而来的。同样，追求费用收入也决定了贝尔斯登的命运。银行草率地指定不合格的人员通过创建内部对冲基金开展资产管理业务，其中一些就买了次级抵押贷款债券。这种错误估计导致其第二年的崩溃，也导致了美联储被迫从贝尔斯登买入290亿美元的

不良证券。

贝尔斯登内部对冲基金的失败可以看做是对冲基金冒险的证据。但事实是，贝尔斯登内部基金是银行文化的产物，而不是对冲基金文化的产物。和其他在大银行庇护下推出的对冲基金一样，贝尔斯登基金也由来自大公司的人管理，而不是由创办独立企业的人管理。它们借助于银行的网络和品牌筹集资金，从而降低了进入市场的难度，而独立的对冲基金必须正视这种难度。它们知道，如果失败，银行可能会帮助它们摆脱困境，从而使它们放松了警惕。贝尔斯登内部基金的投资风格体现了基金和银行的密切联系。

> 资产管理部门有两只基金由拉尔夫·乔菲（Ralph Cioffi）打理，拉尔夫·乔菲曾在贝尔斯登的销售部工作——这是一个向机构投资者推销抵押贷款证券的机构。对于他掌管的对冲基金，他的计划是购买相同的抵押贷款证券，并以惊人的35:1的负债率借入，利用杠杆效应。这种冒险的赌注对那些财力雄厚、急于收取费用的公司是合乎情理的，但对真正的对冲基金来说却可能不太合适。

拉尔夫·乔菲本身并不是那种可以轻易推出自己的对冲基金的人。作为一名推销员，他没有控制投资组合风险的经验，事实上，贝尔斯登的一些领导人员认为不该让他管理基金。贝尔斯登的固定收益部首席运营官保罗·弗里德曼（Paul Freedman）后来说："公司内部有相当数量的怀疑者搞不懂这个聪明但从未管过钱的家伙为什么在管理资金。他不知道什么是风险管理，这辈子也从未管过别人的钱。"而且，乔菲也缺乏管理才能：当上主管没多久，他的表现就一塌糊涂。即使有贝尔斯登帮忙，乔菲还是无法管理一只对冲基金。他从贝尔斯登其他部门买入证券之前没有得到其他基金的独立董事的批准，把材料文件弄得一团糟，以至于律师事务所开始介入调查。

> 在一宗关于银行内部对冲基金子公司的问题的投诉中，投资者反对因为母公司管理风险的声誉而将钱投入贝尔斯登内部基金，并声称贝尔斯登对外部客户进行区别对待。事实是，贝尔斯登和其他赶潮流设立内部对冲基金的银行对利用自己的品牌比对风险管理更关心。

如果你想知道为什么约翰·保尔森能从抵押贷款泡沫中赚取数十亿美元，而他之前工作的公司却破产了，那么贝尔斯登内部对冲基金的非对冲基金性质可

以算是一个原因。

2007 年 6 月，乔菲借助了杠杆效应的次级抵押贷款崩溃。他们本来是借助贝尔斯登的品牌推销，所以现在贝尔斯登觉得有义务提供紧急贷款进行救援，这印证了财力雄厚的母公司降低了保持警惕的积极性这一观点。同时，保尔森押在抵押贷款上的赌注产生了对冲基金有史以来最大的一次盈利。

> 截至 2007 年年底，保尔森旗下的抵押贷款基金扣除费用后累计上涨了 700%。他的公司产生了大约 150 亿美元的利润，保尔森本人赚了 30~40 亿美元，一篇杂志简介中说他是“那个赚得太多了的人”。第二年，当保尔森建议财政部长汉克·保尔森（Hank Paulson）改变银行救助计划时，他在国会的欢迎会让人想起索罗斯经常受到的尊重。马萨诸塞州的众议员约翰·提尔尼（John Tierney）说“我想我们可能应该用这个保尔森”来负责这件事。

然而，如果说贝尔斯登的破产和保尔森的胜利可以看做是对冲基金的胜利，那么就此断定它们能挺过后来的冲击，还为时尚早。

贝尔斯登的内部基金崩溃后的那个月，大本营投资集团的肯尼斯·格里芬到法国度假。他现在处于鼎盛时期：他强大的公司占据了芝加哥市中心商业区的标志性建筑，他花了 8 000 万美元买了一副贾斯珀·约翰斯（Jasper Johns ）的画；最近他和他的法国新娘在凡尔赛的王后别墅（Hameau de la Reine）结婚，那是 18 世纪年轻王后玛丽·安东尼德（Marie Antoinette）在体验农民生活时建的。但 2007 年夏天，格里芬发现他无法安心休假了。每天都从芝加哥的电话开始，又以芝加哥的电话结束，到星期五上午，格里芬受够了。他告诉他的妻子：“你不要误会，你可以一起去，也可以留在这里，但我得走了。”

就在那个星期五，7 月 27 日，那天也是次级贷款的问题转变为更严重的信贷危机的时候。拿保时捷飙车的人发放的贷款变成了有 18 个级别的担保债券凭证，每一级别都押注在 ABX 指数上：在那之前，都可以将其看做对市场某个领域的狂热而加以忽略。但那个周五，波士顿一家名为索务资本管理公司（Sowood Capital Management）的对冲基金开始崩溃，其 30 亿美元的投资组合急

剧下降，并已收到经纪人的追加保证金通知。

这一事件最引人注目的是索务资本管理公司没有插手次级抵押贷款证券。它的老板杰弗里·拉尔森（Jeffrey Larson）因为运作哈佛大学的捐赠基金而出名，该基金和耶鲁大学通过创建稳定的内部对冲基金经理团队赚取绝对回报的热情很相配。在哈佛大学工作12年后，拉尔森已经掌管着200亿美元捐赠基金中的30亿。在2004年，他说服哈佛大学创建独立的多策略基金。新公司索务资本管理公司约招了70名员工，前三年的年收益率达到10%，主要是因为重点投资于信贷市场。

2007年年初，拉尔森正确地判断了违约率可能正在上升。和约翰·保尔森青睐的资本结构套利类似，他买了相对比较安全的“高级”债券，卖空风险更高的债券，以便自己在经济低迷的时候处于不败之地。贝尔斯登遭遇的次级贷款损失似乎并没有威胁到他，甚至可能对他来说是个好消息。7月初，拉尔森向索务资本管理公司投入自己570万美元的积蓄。

就在那之后不久，拉尔森就被迫面对他的错误了。其他在抵押贷款上亏损的高负债交易员通过抛售其他头寸筹资，7月的第三个礼拜，索务资本管理公司持有的公司债券开始出现严重亏损。

> 原本在经济低迷的时候表现不错的高级别债券往往最容易出手，因此他们先将这些卖掉。当交易员盲目降低负债率的时候，资本结构套利的原因就不再重要了。拉尔森向他以前在哈佛大学的导师求助，希望能紧急注入资金，而哈佛大学认为那样风险太大。

到7月27日那个星期五的上午，索务资本管理公司陷入困境的消息已经在华尔街传开，交易商开始着手避免让自己受到影响。追加保证金通知可能会迫使索务资本管理公司低价抛售其公司债券投资组合，打击其他债券基金，从而引发更多的抛售，迫使市场下跌。当然，这些担心是自我实现的，当天下午债券跌得很厉害，索务资本管理公司在大量亏损，即使在周末闭市以后，基金仍然在盘后交易中继续受到打击。

大约在周日的午餐时间，杰弗里·拉尔森给格里芬打电话。拉尔森想起大本营投资集团前一年曾买下不凋花基金的投资组合，他问格里芬是否也想买下索务资本管理公司的投资组合。索务资本管理公司越早找到买家，就可以越早阻

止对手将它的头寸作为攻击目标，拉尔森需要在第二天早上开市之前达成一笔交易。

格里芬打电话给他的助手。促成不凋花基金交易的两名主管之一杰拉尔德·比森（Gerald Beeson）刚刚开始在芝加哥附近的海滩度假。他以最快的速度开车返回，在路上给几个同事打了电话，他回了趟家，匆匆穿上长裤，然后火速赶到机场。当晚7时左右，六名大本营投资集团的高管在波士顿索务资本管理公司办公楼的会议室开会，在那里他们发现索务资本管理公司也找了摩根士丹利。当两组人审查索务资本管理公司的投资组合时，很快就清楚地发现它的许多头寸都难以定价，包括那些在公司与公司之间"场外交易"的金融衍生工具，因为根本不在透明、集中的交易所交易，所以，只有本身交易所有这些衍生工具的公司才有可能弄清楚其现行价格。索务资本管理公司与经纪人以及贸易伙伴的法律纠纷也必须进行评估，其交易数据必须要载入买方的系统。

晚上9点左右，摩根士丹利小组的负责人在芝加哥打电话给格里芬。

"格里芬，我们早上继续忙这件事。"

"到那时候我们就搞定了。"格里芬回答。他听到对面传来嘈杂的声音，他不知道对方是不是在取笑他。

到第二天早上7点，格里芬果然搞定了。他和他的团队工作了一个通宵，买了索务资本管理公司的全部投资组合。拉尔森向他的投资者解释说："大本营投资集团提供了唯一迅速且全面的解决方案。"索务资本管理公司的两个基金一个月之内分别下跌了57%和53%，哈佛大学捐赠基金损失了3.5亿美元，但至少噩梦已经结束。协议的宣布减少了对索务资本管理公司可能抛售的担心，那个周一债券市场上涨超过4%，恐慌已经结束。一家对冲基金崩盘，眼看要引起一场系统范围内的火灾，而另一家对冲基金迅速介入，当了消防员。

几乎就在同时，一起新的火灾发生了。

8月3日，就是接下来的那个星期五，一家评级机构宣布贝尔斯登的债券可能会被降级。这是首次在危机时来自华尔街的公司的财务状况遭到质疑，贝尔斯登的股价狂跌，老板们召开了一次电话会议，试图安抚投资者。

2 000 多人参加了电话会议，但根本没有起到安抚的作用。贝尔斯登的首席财务官脱口说，信贷市场处于他漫长的职业生涯中所见过的最极端的时候——“他让局面无法收拾了。”贝尔斯登的财务主管如是说。几个小时后，在美国全国广播公司的财经频道（CNBC）中，金融权威人士吉姆·克瑞莫（Jim Cramer）更是火上浇油。“该轮到贝尔斯登了！”他大嚷，谴责美联储袖手旁观，“到我们最后一搏的时候了。”

克瑞莫无法猜出下一次灾难将来自哪里。但没有涉足次级贷款的量型对冲基金也开始感觉到问题了。7 月的下半月，交易股票的电脑系统表现不佳，有的甚至在亏本。在量型公司分析这个问题后，他们发现了一些令人不安的东西：不是有什么新的风险扰乱了多年来一直带来盈利的买入和卖出信号，而是信号本身不灵了。

> 量型基金有对股票价格的势头下注的程序，有赌势头将反转的程序，有赌市盈率低、价值低估的股票表现会优于价值高估的股票的程序。所有这些投注都同时出现了问题。在这个交易体系中，一家或几家量型基金可能在抛售其头寸，这可能是因为它们在抵押贷款的投注亏了本，需要筹集资金，但它们被迫抛盘使价格对所有持有类似投资组合的人都不利。

截至 7 月底，知名的前高盛定量分析员迈克·门德尔松（Mike Mendelson）觉得是时候减少他的投资组合风险了。门德尔松当时在 AQR 任职，这是一家 1998 年成立的投资公司，操作着对冲基金 100 亿美元和传统公司 280 亿美元的资金。AQR 的主要创建者克利福德·阿斯内斯曾对股票定价异常的学术文章做出过贡献。他编写了一个计算机程序，以利用这些异常牟利，轻轻松松地创造出了稳定的、不相关的回报。尽管在 7 月下旬，AQR 公司的损失根本不足以引起其他人的焦虑，但门德尔松听说另一家大型量型基金遭受了重大损失，为保险起见，他降低了负债率。然后在 8 月的头几天，AQR 公司的办法又开始起作用了，所有抛售的人肯定都停止了，麻烦似乎已经过去了。

8 月 6 日的那个星期一，门德尔松在公司办公室开例会，这个办公室是在离格林威治站不远的一座不起眼的建筑里一个很实用的套间。上午的时候，他散步到当地的赛百味三明治店，排队时，他用他的黑莓手机查了查他的基金表现。

他盯着屏幕看了几秒钟，这些数字都是红色的，而且数额还不小。在过去的3个小时内，AQR公司亏损了数千万美元。

“哦，天哪，这太不可思议了！”门德尔松心想。肯定有些量型公司在抛售，而且规模很大。或者，也许是几家量型公司都同时在抛售？这种情况会持续多长时间呢？门德尔松知道的一件事是，他必须迅速降低负债率。

> 如果一个基金有100美元的资金支持800美元的头寸，5%的损失会使资本降至60美元，头寸降至760美元：负债率从8:1骤升至12:1以上。如果第二天再亏损5%，负债率增加50%都不止，实际上，它会从12:1增加至33:1。再损失5%会使负债率增至无穷大，因为基金的资本将为负值。

回到办公室，门德尔松和他的同事在一张便笺上画了一条双曲线，展示负债率会怎样加速上升。唯一的生存之道就是将负债率保持在稍平的曲线左侧部分。如果AQR的基金下跌5%，他们可能不得不卖掉接近五分之二的头寸以维持负债率稳定，否则，他们将开始恶性循环。

与此同时，这种情况已经出现在其他量型对冲基金中。和詹姆斯·西蒙斯的大奖章基金不一样，它们大部分都是根据众所周知的价格异常进行交易，没有什么秘密。

> 阿斯内斯说：“那里没有 $E=mc^2$ 之类的高深的东西。”甚至西蒙斯也承认他针对机构投资者的大型基金是根据大家都知道的信号进行交易，每个人都看过同样的学术论文，看着相同的数据，下同类型的赌注，尤其是对股票势头和价值下注。

在平常，这根本不重要：即使很多基金追逐“价值”，也有很多办法衡量这一现象，因此拥挤是有限的。但就所有投资策略而言，在恐慌时期，交易者太多就成了问题：一个大型基金抛售会造成其他基金的损失，特别是因为量型策略发展得已经大到足以影响价格。一旦对手基金开始蒙受损失，双曲线的逻辑将迫使他们出售。到周一下午，门德尔松开始看到事情可能会有多糟。不仅AQR公司将不得不卖掉自己的大部分头寸以便在开始亏损的时候保持负债率稳定，随着竞争对手也开始抛售，它必须得全力以赴在其他量型基金之前削减其投资组合的规模。

第二天比门德尔松预计的更为残酷。AQR 投资组合的亏损速度是周一的两倍，公司用电脑抛售了价值数十亿美元的头寸。好消息是高科技使人们可以比以前快得多的速度抛售投资组合，而坏消息是 AQR 的对手也可以快速抛售。任何一个量型基金都能彻底毁掉另外的量型基金，有传言说基金亏损了 10% 或更多。

> 在长岛的文艺复兴科技公司，詹姆斯·西蒙斯和他的助手围坐在电脑屏幕前调整模型参数，就像遭遇飓风的飞行员。AQR 公司的创始人克里夫·阿斯内斯崩溃了，砸碎了电脑屏幕。他接到了格里芬的电话——格里芬现在因为购买崩溃基金而闻名。阿斯内斯后来说："我抬起头，看到收集英雄灵魂的神向我走来，我感觉到死神的靠近，尽力跑到有光亮的地方。"

虽然这种混乱扩散开来，但决策者似乎占据了平行宇宙。8 月 7 日的那个星期二，量型基金崩溃的第二天，美联储的利率委员会告诫了通货膨胀的风险。第二天，布什总统到财政部，会见他的经济顾问。他满怀希望地说："如果市场正常运转，这将导致软着陆。"周四，华盛顿的论调开始转变，但不是因为量型基金的惨况，而是因为欧洲的麻烦：巨型银行法国巴黎银行已经暂时停止三个内部货币市场基金的赎回，理由是"流动性完全消失"。次级贷款损失显然使市场受到了惊吓，欧洲中央银行出动 131 亿美元，以解决流动性问题。

截至周四下午，伯南克将他的办公室变成了一个临时指挥室，他的主要副手从各度假地点打进电话。第二天一早，美联储改变了之前对通货膨胀的强调，保证提供足够的现金"以促进金融市场的有序运作"。

与此同时，在格林威治，门德尔松已开始看到黑暗尽头的亮光。这和美联储的态度巨变没有关系，而是和其他对冲基金密切相关。从周二开始，门德尔松就开始给市场经纪人和朋友打电话，打给任何可能知道其他杠杆型量型基金立场的人。

> 该业务主要由少数几个公司掌控着：有詹姆斯·西蒙斯的新基金，运作着超过 250 亿美元的机构投资者的资金；有高桥资本管理公司（Highbridge Capital Management），它是 J. P. 摩根的子公司；还有肖氏对冲基金、巴克莱全球投资公司（barclays global investors）以及高盛资产管理公司。

门德尔松想知道这些大公司当时将负债率降低了多少，如果它们到了双曲线的平坦部分，抛盘压力就会结束，风暴就会过去。在星期二打了一天的电话后，门德尔松直到午夜过后才联系到一个朋友。这家伙刚刚结束休假提前赶回来，他已经濒于崩溃了：他筋疲力尽，山穷水尽。门德尔松可以看出他要抛售他的整个头寸，他从他的名单中划掉一家，第二天早上继续打电话。

到星期四晚上，门德尔松已经搞清楚只有一家大公司还没有抛售。他猜可能是他以前工作过的高盛公司的对冲基金子公司——资本规模 50 亿美元的全球权益机会基金（Global Equity Opportunities Fund）。高盛公司的管理人员认为，该基金的头寸太大，不能出售，因此随着头寸的严重亏损，它的负债率飙升。当周五开市的时候，两件事中的某一件会发生：要么该基金将清盘，连续第五天打击其他定量基金；要么其母公司给其注资。

星期五早上，门德尔松已经根本不关心美联储对通货膨胀的态度了。他看着自己的头寸，几分钟之内，它已经开始盈利了，它的表现实际上表明：高盛的对冲基金子公司已经得救了，量型基金的抛售已经停止。基于这个信号，AQR 公司开始尽快降低负债率。它越能好好把握这次反弹，弄些钱进账，它就越能在更大程度上弥补之前四天的巨大亏空。周一，高盛公司公开宣布了门德尔松的猜测——它给全球权益机会基金注资了 300 亿美元。

2007 年 8 月量型基金的风波突然就结束了，就如它突如其来一样。周五和周一的投资表现都很突出，大部分量型基金至少都收回了部分损失。但是，这场风波引发了有关对冲基金的新一轮讨论，由此带来的困扰超过市场崩溃。不错，不凋花基金公司和索务资本管理公司得到了同类对冲基金的救援，因此该部门不稳定的说法很难成立；而且，对冲基金，或者至少可以说几乎所有独立的对冲基金，都躲过了这一劫，这表明它们的基金经理优于其竞争银行的基金经理。但是，股市风暴肯定是一个警告。最老练的对冲基金都失去了对其头寸的控制，精明的金融家将事情弄得一团糟。

最令人信服的批评家来自对冲基金内部。经营着自己的对冲基金的麻省理工学院教授鲁振宇（Andrew Lo）发表了一份被广泛引用的量型基金风波的分析；从麻省理工学院毕业，并曾为几家大型基金工作过的理查德·布克斯塔伯（Richard Bookstaber）也在他最近发表的一本金融悲观书上提出警告。

鲁振宇和布克斯塔伯认为，杠杆对冲基金的兴起产生了新的威胁：抵押债券和信贷市场的问题可能使多策略对冲基金遭受损失，迫使它抛售股票头寸；问题从一个部门传染到另一个部门，金融系统整体的风险更大了。鲁振宇和布克斯塔伯将这种警告与对冲基金投资表现的悲观态度联系起来。有太多量型基金在争取少量的市场异常，过多人的参与使投资回报下降，这又反过来驱使对冲基金利用杠杆效应放大利润。

这种悲观情绪是有些道理的。在长期资本管理公司出现危机的时候，信贷市场动荡，但量型股票基金没事，而杠杆交易的兴起有助于解释为什么这次灾难穿越了防火墙。但有一件事要指出来，在动荡的时候过多的人投资是一回事，声称它在形式好的时候降低了回报率，使危险的杠杆效应不可避免却完全是另一回事。

鲁振宇的论文列出了一种量型策略的回报，这个策略就是买进表现不佳的股票，卖出表现强劲的股票；文章还列举了利润自 1995 年以来恶化的大量事实，明显证实了对冲基金除了利用更加可怕的杠杆效应之外别无选择。但基本的逆向操作策略不是量型基金风波的核心问题，因为计量分析员本身也可以看到这种利润有限。**量型基金挣大钱靠的是其他策略，比如卖出市盈率高的价值高估的成长型股票，买入市盈率低的价值低估的不起眼的股票。**成长型股票和价值型股票之间的价格差距在 2007 年之前几乎看不到缩小的迹象，正如阿斯内斯所说："我们总说，如果这些策略真的人满为患，那么显然价格出问题了。"其他计量交易员的观点也大同小异。

泰雷兹基金管理公司（Thales Fund Management）的老板马雷克·弗拉兹斯基（Marek Fludzinski）测试了几乎相同的交易策略，看看其中一个人的存在会不会降低其他人的回报。值得注意的是，它没有，这表明投资主体过多并不是问题。的确，投资主体不多的赌注可能会在动荡时期突然感觉到投资主体特别多，但几乎所有的交易策略都是这样，不仅仅是量型策略。

阿斯内斯痛惜地说："当然，'好的投资在一些投资者退出时受到打击'，这听上去不如'聪明的计量分析员根据电脑程序，遭遇注定的劫数'好听，所以

我在媒体上可能赢不了这场战斗。”

如果说采用量型策略的基金并不如批判者所说的多，如果高负债率并非不可避免，那为何指责对冲基金增加了整个体系崩溃的风险呢？同样，鲁振宇和布克斯塔伯批判的这部分也需要有所保留。

> 量型基金动荡的前三天，交易者模型的信号表现得一塌糊涂，但市场整体保持了稳定，将积蓄投资在指数基金的普通美国家庭什么都觉察不到，这使得这是整个金融体系的危机的说法站不住脚。在动荡的第四天，市场暴跌，但是这主要反映的是信贷市场危机，而不是量型基金的问题。

关于抛售所谓的“市场中性”头寸最好的一点是对整体市场的影响是中性的：对于量型基金出售的每一只股票，他们都将空单补回。的确，如果高盛不出手援救其子公司，抛售会持续更长时间，有可能迫使多策略基金在其他市场抛售头寸，将问题扩散。但实际情况是市场惩罚了负债率过高的交易员，而系统整体并未受到太大伤害。这正是资本主义惩处小孩的方式，没有监管机构可以做得更好。

当被问及量型基金动荡的更大的经验教训时，迈克·门德尔松不置可否：“我们中很多人亏损了很多。相信我，那一周过得很辛苦，很糟糕，但我不认为这是一个很大的公共政策问题。”



第16章 “剩”者为王

2008年3月1日星期四晚上，吉姆·查诺斯走出他在曼哈顿市中心的办公室去见卡尔·伯恩斯坦（Carl Bernstein）——因为报道水门事件而著名的记者之一。查诺斯和调查记者经常打交道：他掌管着尼克斯联合基金公司（Kynikos Associates），这家公司专门找出公司的财务问题，做空它们的股票，然后在坏消息公之于众、股票狂跌的时候获利。

在20世纪80年代和90年代的牛市中，卖空赚不到什么钱，查诺斯就和站在幕后、很少上头版的调查新闻记者差不多。但是，21世纪初的市场不景气已经引人注目。查诺斯率先识破能源公司——安然的欺诈。2005年，他曾因为说保险业巨头美国国际集团有“安然式”的特征而震惊世界，事实证明这个说法太正确了。2007年，他的回报率在30%以上，主要是做空那些不愿意承认抵押贷款泡沫所带来的损失的金融机构。2008年3月，像花旗集团、美林证券之类的大公司都承认了高达数十亿美元的损失，但查诺斯有很多值得高兴的事。

那个周四晚上，当他穿行在曼哈顿夜晚拥挤的人群中时，查诺斯用手机接了个电话。呼叫号码显示电话是贝尔斯登的某个人打来的，而贝尔斯登与对冲基金的关系变得很敏感。鉴于次级抵押贷款巨额损失之后贝尔斯登的稳定性，许多著名的基金关闭了他们在贝尔斯登用来交易的“保证金账户”；而因为贝尔斯登利用这些账户上的资产借款，这样一来，它获得资金的途径正在消失。贝尔斯登高管人员怀疑对冲基金联合起来做空他们的股票，而关闭其保证金账户，

间接地助长了这次袭击。

查诺斯一边接着电话，一边继续沿着麦迪逊大街往前走。

“吉姆，你好，我是艾伦·施瓦茨（Alan Schwartz）。”

查诺斯意识到和他说话的是贝尔斯登的首席执行官。“你好，艾伦。”他回答。

“吉姆，我们非常感谢你和我们保持业务往来。我希望你考虑一下明天上午去美国全国广播公司财经频道的财经论谈（Squawk Box）向大家做一个声明：你仍然是我们的一个客户，你有存款，对我们有信心，一切都没问题。”

查诺斯想了一会儿。贝尔斯登曾公开大声声讨做空者，现在，它却跑来向做空者求助，就像兔子在恳求巨蟒。

“艾伦，我怎么知道是不是一切都没问题？一切都没问题吗？”

“吉姆，我们将在星期一上午宣布创纪录的收益。”

“艾伦，你刚刚让我成为了内幕人士，”查诺斯恼火地说，“我并没有问你这些消息，而且我认为这根本不相关。据我所知，大家都在减少在你们那里的保证金余额，而这正导致你们资金困难。”

“嗯，在一定程度上是这么回事，但我们不会有事的。”

查诺斯拒绝按施瓦茨请求的做。作为华尔街最明显的做空者，他的话可能让大家重拾对贝尔斯登的信心，但查诺斯不打算拿自己的信誉冒险，去为一家可能面临崩溃的银行担保；此外，他第二天早上 7 点就要去巴哈马度假。他一直走到刚出麦迪逊大道的邮政大厦餐厅（Post House restaurant），在那里他和伯恩斯坦以及尼克斯联合基金公司的五名合伙人一起共进晚餐。

如果说查诺斯在第一次听到施瓦茨的建议时只是恼火的话，他的情绪在接下来的一天变得出离愤怒了。星期五早上 6: 30，财经论谈广播了美联储促成了一场贝尔斯登的救援行动，对冲基金的保证金账户被关闭后，随之而来的是信心的崩溃以及惯常的银行挤兑。施瓦茨前一天晚上已经知道他的银行正面临倒闭，但他也曾试图诱使查诺斯到媒体发表声明。查诺斯后来回忆说：“这个混蛋是要拿我当牺牲品。”

查诺斯与施瓦茨的对话表明了银行与对冲基金的格局变化。早在 1994 年，

贝尔斯登曾搞垮刚愎自用的对冲基金阿斯金资本管理公司，迫使他违约，并获得了其资产的很大一部分；1998 年，贝尔斯登告诉长期资本管理公司它不行了，拒绝清算其头寸，也不肯参与美联储斡旋的救援行动；但在 2008 年，情况变了：贝尔斯登被告知不行了，而对冲基金情况很好，华尔街流传着对冲基金如何滥用这种情况的险恶故事。

一篇题为《浮华世界》（*Vanity Fair*）——绘声绘色的描述了贝尔斯登的破产——的报道相信贝尔斯登是对冲基金阴谋的受害者，甚至引用了一个“捕风捉影的故事”，说之后那个周日的早餐，那些巨头们庆祝了贝尔斯登的破产，并密谋了接下来对雷曼兄弟的攻击。雷曼兄弟的一位高管听到传言说该早餐会是在四季酒店（Four Seasons Hotel）举行的，这些做空者喝 350 美元一杯的兰休香槟来庆祝他们的这项成就。但是，尽管事情越说越离谱，证券交易委员会也调查了这些说法，却并未起诉任何人，关于早餐会的描述纯属谣传。如果对冲基金主管合谋搞垮贝尔斯登，他们就违反了法律，也不会在事后立即聚在一起公开庆祝，暴露自己。

即使阴谋犯罪的说法言过其实，但毫无疑问，对冲基金在做空这些银行，而雷曼兄弟是它们的下一个目标。雷曼兄弟股票的空头净额上升到其股份数量的 9%，这意味着几乎每 10 股中有 1 股被借入，然后由做空者卖空。雷曼兄弟的股价在年初以来下跌了 40% 以上，而公司忧心忡忡的领导人认为必须反击。他们指责对冲基金“做空和歪曲”这种不计后果的政策，雷曼兄弟好战的首席执行官理查德·福尔德（Richard Fuld）实际上已经宣战。他在公司的年会上发誓：“我会打击卖空者，这就是我的目标。”

福尔德极力说服华盛顿当局解决他的问题。他们应该阻止做空雷曼兄弟公司的股票，比如通过恢复之前停止的上涨抛空规则，防止投机者在股票下跌时做空。2008 年 4 月，证券交易委员会主管埃里克·西里（Erik Sirri）向福尔德索要如此对待对冲基金的证据。福尔德到底有什么证据证明他们是在串通一气，压低雷曼兄弟公司的股价？

“给我点证据，一个人名，任何证据都行。”西里问。

福尔德无言以对。他的助手们为证券交易委员会提供了线索，主要是关于

交易商们对雷曼兄弟落井下石的传言。但你没有传唤权力，无法证实这个阴谋。按照福尔德的看法，有这样权力的正是美国证券交易委员会，所以它向雷曼兄弟要证据有点主次颠倒。

在华盛顿受挫后，福尔德接下来向吉姆·克瑞莫求助，他是个与上层关系密切的节目主持人。福尔德请他共进早餐，索取有关所谓卖空者阴谋的信息。

“你为什么不能给我几个告诉你我们公司负面新闻的人的名字呢？”福尔德大声说。

“听着，没有人说什么。”克瑞莫申辩说。

到5月底，在纽约时代华纳中心举行的一个备受瞩目的投资会议中，一位名叫大卫·艾因霍恩的狂怒的、长相孩子气的对冲基金经理站在一大群人面前，将雷曼兄弟的压力带到一个新的水平。

这就是绿光资本的那个大卫·艾因霍恩，他的公司曾做空带泡沫的网络股，但没有成功，而现在，当他解释为什么雷曼兄弟公司遇到了麻烦时，却说得很在理。

该银行对其不动产投资方面的问题轻描淡写：它持有价值65亿美元的不靠谱的担保债务凭证，但在第一季度末只将其价值降低了两亿美元。鉴于信贷市场的大幅下滑，这个降幅小得可笑。同时，银行在一次电话会议上告知其投资者，银行将对其难以估价的“第三层次”资产注销为损失，但之后又报告了盈利——艾因霍恩再次要求给出解释。

如果雷曼兄弟公司掩饰其存在的问题，而不是直截了当地反映出来，这个后果将不堪设想——不仅对雷曼兄弟公司的股东，而且是对整个金融体系。就像一个想要惩处某个恶棍的检察官一样，艾因霍恩呼吁监管机构要求雷曼兄弟公司在纳税人替其埋单之前坦承自己的损失。

“在过去的几个星期，雷曼兄弟公司一直在谴责做空者。”艾因霍恩开门见山地说，“当管理团队那样做的时候，那就表明，管理层正试图将投资者的注意力从严重的问题上移开。”

艾因霍恩讲话后的那天，雷曼兄弟的股价几乎下跌了3%，之后继续下滑。

雷曼兄弟公司的高管竭力让人不要相信艾因霍恩的攻击性言词，但市场已经对他们不利。6月，雷曼兄弟对第二季度披露了28亿美元的亏损，评论员将此归功于艾因霍恩迫使银行坦承他们真正的处境。即便如此，还是有不少人想知道这是否完全是一件好事。一位华尔街人士这样说艾因霍恩的声讨："关于这点会有定论，但是现在不是时候，两年前这样做堪称勇敢。但如果他搞垮了雷曼兄弟，承受损失的还是你我这样的纳税人。"

不只是做空者自命不凡。一年前，在量型基金出现动荡一周后，索罗斯曾邀请朱利安·罗伯逊、吉姆·查诺斯以及其他一些重量级人物到他长岛的房子里共进午餐，在吃过鲈鱼、水果沙拉以及小甜饼之后，大家讨论起了经济前景。客人们都认为出现全局性经济衰退的可能性不大，但索罗斯完全不同意这种观点，他又重新开始积极投资了。

自从斯坦利·德鲁肯米勒离开后，索罗斯将他的大部分资金外包给了外聘基金经理。但现在，在他77岁的时候，他重新开始打理。到2007年年底，他的基金大涨了32%，而索罗斯本人也成为业界收入第二高的人。就和以前一样，其他宏观交易员表现也很不错，他们利用美国的信贷泡沫破裂以及新兴经济体的经济增长而获利：宏观基金做空美国市场以及美元，做多新兴市场、石油以及其他商品。在2008年之前的18个月里，对冲基金研究公司的数据表明宏观基金平均上涨了17%，这个回报率在金融危机的时候已经不错了。

对冲基金膨胀的信心在新的"行动"中反映出来，他们购买公司的大量股份，并要求改变他们的战略。前冰球运动员菲利普·法尔科恩（Philip Falcone）的先驱资本公司（Harbinger Capital）前一年曾靠卖空次级抵押贷款赚了一大笔，于2008年的头几个星期又跻身报纸业。他买了《纽约时报》4.9%的股份，然后呼吁《纽约时报》公司董事会让他的四个盟友担任董事。法尔科恩认为《纽约时报》拥有波士顿红袜棒队、全国运动汽车竞赛协会（NASCAR）以及一些地区性报纸和电视频道，现在是放弃这些无关紧要的东西、建立网上核心报刊品牌的时候了。3月，拥有《纽约时报》大部分表决权的苏兹贝格家族（Sulzberger）给了法尔科恩两个董事席位，法尔科恩随后将其持有的股份增加到19%。4月，《纽

约时报》公司主席小亚瑟·苏尔兹伯格（Arthur Ochs Sulzberger Jr.）间接承认了这一问题的严重性。在年度股东会议上，他站在台上，抗议说：“这家公司不卖。”和传言相反，在纽约，还有一些事情不受对冲基金的控制。

对冲基金的活动也在伦敦蓬勃开展，最令人瞩目的是克里斯·霍恩（Chris Hohn），他掌管着一家对冲基金暨慈善风格的儿童投资基金（Children's Investment Fund）。霍恩利润的一部分进入他的慈善机构，用于支持儿童生存和艾滋病项目。但霍恩坚决果断：2005 年，他买了德国证券交易所的很大一部分股份，并迫使其首席执行官辞职，告诉他“我们的态度很坚决，即使我们要让米老鼠和唐老鸭进监事会也没有人能阻止”。两年后，霍恩胁迫荷兰银行（ABN Amro）将其出售给三位收购者。2008 年夏天，他接着买进美国铁路公司——CSX 公司 8.7% 的股份，并要求董事会席位，CSX 公司全力反击。他们安排一个国会的朋友将霍恩的人带到委员会，在纽约法院起诉他，称他违反了美国证券交易委员会的信息披露规则；呼吁普通股东拒绝英国这一不怀好意的战略性侵占美国铁路基础设施的行为；最后，为了阻止来自英国的代理人，CSX 公司于 2008 年 6 月在闷热的路易士安那铁路码头召开了年会。一位 CSX 公司的股东在一次会议上说：“我们两次让你幸免于难。”但霍恩不会就此罢休。尽管 CSX 公司的管理者试图拖延并敷衍投票，他的候选人还是在 9 月中旬赢得了 CSX 公司的四个董事会席位。

对冲基金的扩张在其对新兴市场的尝试中反映出来。一个典型的例子是关于哈萨克斯坦的，这是亚欧大陆一个疆域辽阔的国家，大部分华尔街人只是从电影《波拉特》（*Borat*）中听说过。因为其巨大的石油储备，哈萨克斯坦的经济以每年 8%~9% 的速度增长，有出口顺差，押注其货币将对美元升值绝对没错，而问题是如何利用这种升值赚钱。由于其石油收入，政府根本不需要发行债券，因此，没有主权债券可供外国人购买。从 2003 年左右开始，对冲基金找到了一个解决这个障碍的办法。他们不购买主权债券，而是直接借款给哈萨克银行，这让他们变相持有了哈萨克货币，并赚取较高的利息。他们在世界各地重复使用这一策略，到 2008 年，从巴西咖啡出口商，到乌克兰奶牛场，每一个人都从对冲基金借过款。乌克兰首都基辅变成一个对冲基金很热衷的地方，它的顶级酒店每晚收费达到 800 欧元。

当然，关于给新兴市场的贷款也有些棘手的问题。为了利用货币升值，对冲基金使自己置身于咖啡出口商、奶牛场等违约的风险之中。他们像传统的商业银行一样——他们在冒充银行！但他们缺乏真正的银行对借款人做尽职调查的实力。一家俄罗斯的二级公司现在可以直接从对冲基金借款，而没有任何人去查看它的账目，弄清楚如果公司破产，贷款该如何追回。对冲基金可能以地球另一端的乳牛作为抵押品发放贷款，但他们根本不可能去乌克兰农村，收取活牛。但是，在2005年左右忘乎所以的氛围下，没人关心这么多。对冲基金是金融的新兴力量，他们不会有错，传统的挑剔的银行贷款办理人员太没劲，没人愿意理会。次级贷款信用危机暴露了令人震惊的银行风险管理不足的问题，却还是无法动摇这个看法。

2007年4月危机早期的时候，吉姆·查诺斯出席了在华盛顿召开的会议。很多德国监管者问他："那么，你对对冲基金和金融稳定怎么看？"查诺斯回应时表示，德国人看问题的方式是错误的："你应该担心的不应该是我们，而应该是银行！"一年多以后，2008年年中，事实证明查诺斯的说法十分正确。贝尔斯登已经破产；雷曼兄弟岌岌可危；两个政府特许的住房贷款机构——房利美和房地美以惊人的速度在亏钱，两家公司完全由政府接管，濒临崩溃，最后由纳税人埋单。相比之下，放任自流的对冲基金却表现良好。但新的威胁已经初见端倪，世界将变得更加复杂。

到2008年夏天，保罗·琼斯·琼斯将他不断壮大的公司安置在格林威治数英里之外的大草坪上的楼里。这个地方将幽静古朴与逼人的生气结合起来，温文尔雅和盛气凌人兼具，就像它的主人一样。两个旋转楼梯优雅地从一个安静的入口大厅上来；有大理石地板、古色古香的地毯以及精心雕刻的桌腿；琼斯的办公室装饰着鹿角和一只威武的填充熊，一块牌匾上刻着："50岁的时候，你还能给公司什么？"到琼斯办公室的路上，有一幅画着一只巨大的海蓝色杀人鲸的壁画，它的牙齿发着阴森的光；在他宿舍的一面墙上，有6个大屏幕被嵌入木制面板，每个屏幕都给出市场图表或有线电视新闻。一页从黄色便笺簿上撕下来的纸卡在窗口，上面潦草地写着琼斯提醒自己的消息："不断寻找一个趋势市场。"

那年6月下旬，琼斯相信趋势要下降。标准普尔500指数4月大幅攀升，5月还是继续上升，但琼斯认为这是假象，美国处于有史以来最大的信贷泡沫中。琼斯研究了所有的范例，比如1989年的日本、20世纪20年代末的美国以及20世纪90年代的瑞典。他深入研究了以往类似情况下的价格模式，以找出市场可能如何表现的一些暗示。然后在6月28日那个星期六的凌晨3：05，他发了一封电子邮件给同事。邮件的主题写着：“我讨厌做一个危言耸听的人，真的。”接下来，他写道：“但目前每周的标准普尔指数和早在1987年每日的道琼斯工业指数的对比实在让我担心。”

琼斯的想法对一些投资者来说显得晦涩。它从1987年债券市场的下降影响股市开始，因为高利率意味着更少的钱会进入股市。琼斯认为，2008年上半年的油价上涨会有同样的效果：石油导致的通货膨胀压力将迫使美联储维持高利率，削弱资本市场的流动性。想到这种类似性，琼斯非常兴奋，1987年和2008年的市场“极其相似”，他在电子邮件中强调：“情况完全一样，只是市场参与者变了。”接下来，琼斯竟然提出了一个完全颠覆富兰克林·罗斯福论断的说法：“我也很担心期权市场的无所畏惧。”投资者应该害怕自己无所畏惧，因为乐观的情绪给情绪变化留下了足够的空间。最后，琼斯指出，道琼斯工业平均指数曾收于250天以来的最低点，而且这发生在投资者看涨的时候。他在电子邮件中说：“这个指标自1987年之后21年来从未出现过。”总之，每周的标准普尔500指数图表看起来和早在1987年的每日道琼斯工业指数完全一样，你可以看到二者完全吻合——这一定意味着什么！两个不同时期的两种不同指数图表的暗示程度让琼斯很崩溃。琼斯后来说：“我意识到，天哪！这将是历史上表现最差的第三季度。”

在接下来的两个月里，琼斯继续察看历史数据。有时他认为标准普尔图表类似于2001年的经济衰退，有时看起来又像1987年的情况。但无论类似于哪个，琼斯对市场前景都不看好，最后他对图表的解读还不如直觉来得重要。真正重要的是，琼斯看到了一个不对称的赌局，而且他能直观地理解：信用危机下高负债的金融系统就像是暴风雨中走钢丝的人——钢丝会移动，走钢丝的人可能失去平衡，摔个大跟头，但他肯定不可能往上。

在他漫长的职业生涯中，琼斯一直在等待这个时刻。他看着杠杆效应自20世纪80年代以来呈级数增长，并经常对此表示怀疑。

在20世纪90年代末的互联网泡沫热潮中，他曾写信给美联储主席格林斯潘，敦促他提高对股民保证金的要求，以减少使高科技泡沫膨胀的资金涌入。几年后，在2005年左右，他接到美联储一位高级官员的例行电话，问他感觉市场上有什么风险。他再次回答债务层层累积，没有人知道金字塔的哪部分会崩溃；但它积累得越高，发生灾难的可能性就越大。显然琼斯的投资公司本身就是这岌岌可危的金字塔的一部分。

每年年底，琼斯都和公司的总裁马克·达顿（Mark Dalton）在办公室待到很晚，查看琼斯员工的报酬。在这个过程中，琼斯会看着达顿说："你能想象如果整个金融系统都必须清算的话会怎么样？如果我们作为其中一份子的体系崩溃会怎么样？"

"我想都不愿想这个问题。"达顿会这么回答。

2008年9月12日的那个周五，大约晚上6点左右，一排黑色豪华车开到纽约联邦储备银行的大楼。从车里出来的是华尔街各大银行的首席执行官，他们将和美国财政部长汉克·保尔森、纽约联邦储备银行总裁蒂莫西·盖特纳（Timothy Geithner）以及美国证券交易委员会主席克里斯托夫·考克斯（Christopher Cox）会面，这些人都是政府的代表。会议的主题是雷曼兄弟公司，它的财富自5月大卫·艾因霍恩的讲话以来一直缩水，而政府代表团想要传递一个明确的信息——没有公款会花在雷曼兄弟的救援上。

作为会议上的政治人物，保尔森认为他已经拿纳税人的钱冒了太多风险：他批准了政府对贝尔斯登的救援，对抵押贷款巨头房利美和房地美的救援，他被肯塔基州的共和党人、参议员吉姆·邦宁（Jim Bunning）谴责。

保尔森认为，雷曼兄弟提供了一个划清界线的机会，以此告诫银行家他们必须面对自己的错误所造成的后果。当然，如果雷曼兄弟公司倒闭，市场的反应可能会很强烈，但财政部长和他的同事认为值得冒这个险。毕竟，雷曼兄弟

命悬一线已经不是一时半会儿，它的贸易伙伴已经做好它要崩溃的准备。政府试图给雷曼兄弟找个私人买家，但如果找不到，它会退出，赌雷曼兄弟的倒闭不会造成混乱。

如果保尔森和他的同事像对冲基金一样看问题，他们就不会犯下这种致命的错误，这个错误导致了20世纪30年代以来金融系统最严重的衰退。保尔森他们陷入了一个1992年套住英格兰银行的陷阱，只从决策者的角度考虑不同结果的概率，而没有从交易者的角度看问题——每种情况下的现金流是怎么样的?

> 从决策者的角度来看，雷曼兄弟的倒闭可能会产生混乱，也可能不会。如果你认为不会带来混乱的概率占50%，你可以选择冒险，特别是在你急于教训银行，让它们负责任的情况下。但是，从交易者的角度来看，这种算法是幼稚的，不会带来混乱的概率占50%意味着混乱几乎是必然的。

从伦敦到华尔街的对冲基金都会这么想：在没有混乱的时候，市场会持平；在混乱的时候，市场会暴跌；如果他们做空所有的东西，他们在第一种情况下不会有损失，但在第二种情况下会大赚一笔。面对这种不对称的现金流，每一个理性的对冲基金都会积极赌崩溃。而因为他们将要对此下注，崩溃是不可避免的。

保罗·琼斯·琼斯也毫不费劲地得出了这一结论，没有必要分析有多少机构已对雷曼兄弟的破产押注。就如琼斯后来所说：“你知道雷曼兄弟公司只是大幅下跌的开始，你知道的。”每个人都知道雷曼是一个相互关联的交易中众多环节中的一环，大家也都知道金融系统的杠杆效应已经很高，雷曼兄弟的崩溃绝对意味着可怕的事。

> 雷曼兄弟是一家历史悠久的公司，经历了大萧条和世界大战，它的倒闭会意味着没有什么是安全的。琼斯大叫道：“每个人都会说：‘天啊！我儿子还能还我给他的贷款吗？’”这个影响如此糟糕，以至于大家都先退出，然后再发问，这个问号会彻底地造成金融恐慌和混乱。”

雷曼兄弟破产的消息大约在周日午餐时间开始扩散开来。即使许多对冲基金让它们的投资组合对这个坏消息做好了准备，但很快就发现它们的准备不充分。美国基金迟钝地意识到雷曼兄弟在伦敦的公司将根据英国法律宣布破产，

这意味着那些依据美国规则“分开”的——或者说安全的——对冲基金账户现在却被冻结。对冲基金律师从汉普顿的度假屋赶到办公室，紧张地确定雷曼兄弟公司的资产到底受制于英国规则还是美国规则。他们将外部律师的电话设为快速拨号，问他们许多问题。投资者和记者在恐慌中打入电话，要求了解其风险大小。没有人有明确的答案，这让情况变得更糟。到了晚上，灾难的规模已经逐渐明晰。

长期资本管理公司经历过其公司破产的合伙人埃里克·罗森菲尔德回忆起他在汽车收音机里听到雷曼兄弟公司破产的消息时说：“我简直不敢相信，很震惊，几乎背过气去。他们怎么能这样呢？”[①]

周一开市后，保罗·琼斯·琼斯经历了只有他才能应付的大喜大悲。一方面，他在投资组合中的下注完全正确，他看到波动即将到来，并进行了充分利用，到那天晚上收盘的时候，标准普尔 500 指数下跌了 4.7%。另一方面，这也是他职业生涯中最糟糕的一天。琼斯上周曾试着从雷曼兄弟撤回剩余资产，但这个请求晚到了一天，因此该公司有 1 亿美元冻结在雷曼兄弟在伦敦的公司。琼斯将其整个注销为损失，但事实证明这只是个最小的问题。

琼斯犯了一个和保尔森错误判断雷曼兄弟公司一样糟糕的错误。他让公司的新兴市场信用小组建立了一个对新兴市场企业贷款的巨额投资组合。

哈萨克斯坦的银行、俄罗斯的银行、乌克兰的奶牛场，琼斯都有，而且它们占了公司旗下基金——BVI 基金资产的很大一部分。和不凋花基金公司的布莱恩·亨特一样，琼斯发现了一个很好的机会：对新兴市场的贷款可以让他的基金持有强势货币；贷款所支付的高利率，足以补偿违约风险；而且随着其他对冲基金跻身同样的交易，他们推高了货币和贷款市场，提高了回报，并刺激琼公司的领导们增拨更多的资金运用这一策略。

① 与罗森菲尔德相呼应，路易士·培根回忆说：“我的对冲基金最初从雷曼兄弟发展起来，他们是我们最亲密的交易对手之一，从实体上来说也是，因为他们的总部和我们只有 30 步之遥。看着雷曼兄弟倒闭对我来说和看着世界贸易中心倒塌一样让人恐惧，当时我也可以从我的办公室清楚地看到世界贸易中心在燃烧（顺便提一下，我曾在二座 102 为雷曼兄弟工作过两年）。这不仅是为最初的受害者和自己的安全担心而冒冷汗的那种恐惧，而是瞬间意识到受到整个美国保护的大厦倒塌，而更长时期的衰落是不可避免的。——作者注

但是一旦雷曼兄弟公司倒闭，新兴市场的真正风险就显示出来了。突然，美国的著名银行再也筹集不到资金，哈萨克斯坦和俄罗斯的银行看来肯定会有麻烦。新兴市场的贷款投资组合立即下跌了大约三分之二，使琼斯投资公司的亏损超过10亿美元。

对于像保罗·琼斯之类的交易员来说，最糟糕的就是被套在这些头寸上。当在期货上投机时，他知道局面总是随时可以改变，实际上，他从来没有创建过一种开始蒙受损失时不能退出的头寸。但是，新兴市场的贷款完全没有流动性：雷曼兄弟宣布破产后，根本没有人愿意持有一点点贷款，所以没有办法卖掉。

> 琼斯后来说：“我意识到，我们的新兴市场投资组合将受到重创，而我什么都做不了……那是我一生中最糟糕的时刻。”在他痛苦无助的时候，他回想起他读过的唯一一个程度和这个接近的灾难的报道：“我以前一直想，天哪，1929年的那些人怎么能全部亏掉呢？怎么会有这么笨的人？你得完全是个白痴！然后在那天，我想，天哪！我现在知道1929年那些人有多痛苦了。他们不是只坐在那里，做多市场，他们还有不能退出市场的问题。”

琼斯在新兴市场贷款的损失使他从投资组合所得的收益相形见绌。在雷曼兄弟公司倒闭之前，琼斯当年的收益已高达6%~7%，在当时股市大幅下跌的情况下，这个表现很突出。但到年底，尽管琼斯预见到灾难的到来，但公司还是损失了4%。琼斯被迫对基金进行限制，暂时停止投资者赎回资本。从中吸取经验的保罗·琼斯承诺，坚持将重点放在他擅长的流动性强的市场。多元化“阿尔法值工厂”的时代已经过去了。

雷曼兄弟公司的倒闭为传统投资银行模式划上了句号。没有政府担保的存款作为基础，雷曼兄弟和它的竞争对手从短期货币市场借入数十亿美元，然后用这些钱购买了难以迅速出售的资产。当危机出现时，短期贷款迅速枯竭，每个人都可以看到投资银行可能面临危机，而且这种担心必然是恶性循环。为了避开这种银行挤兑，商业银行有政府保险保证存款人的利益，也能够从联邦储备获得紧急贷款，但投资银行却没有这样的保障措施。因为相信它们是

不可避免的，而它们表现得也正像事情已经发生一样。

第一个受到牵连的是美林证券——那家以拥有近 17 000 名证券经纪人而著称的投资银行。在雷曼兄弟的命运被决定的那个周末，美林证券的首席执行官约翰·赛恩（John Thain）在纽约联邦储备银行以及与美国银行首席执行官肯·刘易斯（Ken Lewis）的会谈间疲于奔命。在周一凌晨一点的一系列谈判后，塞恩同意低价将美林出售。差不多一年前，美国银行出价每股 90 美元购买美林股票却遭到拒绝；现在，随着投资银行模式土崩瓦解，美林愿意毫不犹豫地以每股 29 美元卖出。华尔街最古老的公司之一被转到主体街一家商业银行手中。正如一家报纸所说，这就像沃尔玛收购蒂芙尼公司（Tiffany）一样。

现在，贝尔斯登、雷曼兄弟以及美林都倒闭了，剩下的两个投资银行——摩根士丹利和高盛承受着巨大的压力。整个华尔街都知道它们对短期资金的依赖，再加上极高的负债率，使得它们很容易遭到挤兑。而摩根士丹利和高盛的股票价格开始持续出现在 CNBC 屏幕的最上端，交易员称之为“死亡观察”。保险业巨头美国国际集团使事情雪上加霜，通过卖出信用违约掉期，美国国际集团卖出了对所有债券违约风险的保险。

> 这是那种极大的冒险，就像一个人在一个资金充足的公司的鼎盛时期所操作的一个雄心勃勃的交易，交易者的头脑中充满了不会有失误的那种得意忘形的感觉。

不可避免地，在雷曼兄弟倒闭之后，违约的可能性剧增，美国国际集团的信用违约掉期损失了几十亿。9 月 16 日的那个星期二，政府被迫救助公司，提供了 850 亿美元的救援资金——这是个令人咋舌的数字。

第二天，与摩根士丹利和美国国际集团的混乱有关的谣言使得摩根士丹利的股票在半下午时下跌了 42%。对冲基金极力抛售摩根士丹利，以避免陷入另一个雷曼兄弟式的陷阱。摩根士丹利的首席执行官约翰·麦克（John Mack）对那些将他拖下水的合伙卖空者大发雷霆，这和贝尔斯登以及雷曼兄弟在生死存亡之时反对对冲基金的情况如出一辙。

大约在同一时间，大本营投资集团的肯·格里芬在计算他的对冲基金也倒闭的可能性。他曾一直渴望建立一个像摩根士丹利或高盛一样的公司，而且他也有同样的弱点，他的负债率高于 10:1，这个数字比一般的投资银行的负债率

30:1 低得多，但远远超过了对冲基金通常只有一位数的负债率。而且因为大本营投资集团发行了少量的5年期债券，市场上有关于公司的债务违约互换，因此投资者可能流露出对流动性问题的担心。

格里芬建了一个简单的概率树。他设定摩根士丹利幸存的可能性为50%，如果摩根士丹利倒闭，高盛跟着倒闭的可能性为95%。如果高盛倒闭，大本营投资集团倒闭的可能性几乎是100%，因为摩根士丹利和高盛的被迫出售会毁掉大本营投资集团头寸的价值。如果将这些综合考虑，大本营投资集团幸存的概率大约只有55%。

格里芬后来说：“这真是非常糟糕的一天，你意识到你20年的心血沦落成一家你根本无法掌控其存亡的公司。”

然而，如果说大本营投资集团确实有和投资银行一样的一些弱点，但它的处理危机方式却是不同的。

和雷曼兄弟夏天所用的方式一样，摩根士丹利和高盛游说监管机构禁止对它们进行卖空。当然，这两家公司本身也是做空者，因为其自营交易者很乐意同时做空和做多，两家公司也都有蓬勃发展的首要经纪业务，由对冲基金对其卖空提供资金并执行。但在雷曼兄弟倒闭后那种疯狂的时候，高盛和摩根士丹利都不再坚持原则。

随着它们的股票价格在周三暴跌，两家公司开始打电话。到那天结束的时候，两位纽约参议员——查克·舒默（Chuck Schumer）和希拉里·克林顿——都给美国证券交易委员会打过电话，要求颁布摩根士丹利和高盛所要求的卖空禁令。

周四，美国证券交易委员会主席克里斯托夫·考克斯表达了帮助银行家的疑虑，但他发现只有他这么想。财政部长汉克·保尔森坚持说：“你现在必须救他们，不然你还在考虑的时候它们就已经倒闭了。”大约下午1点左右，伦敦的金融服务管理局（Financial Services Authority）宣布了对29家金融公司做空的30天禁令，其中包括摩根士丹利和高盛。在高盛的交易大厅，大约有36个交易员站在那里，将手抚在胸口，高唱国歌，还有一个人用扬声器播放出来。那天晚些时候，美国证券交易委员会颁布了一个比伦敦更彻底的禁令，禁止对大约800家金融公司的股票卖空。

这个禁令给了摩根士丹利和高盛一点喘息的空间，但它相当于政府对对冲

基金的正面打击，选股型基金因为政策变化损失了数亿美元。一名老虎基金分支机构的人员抱怨说："我们下棋下到一半，变成了玩橄榄球。"关于这一禁令保护了金融体系的说法很牵强，因为那些公司从互联网孵化器到零售商都在其列。但是，即使它们将对冲基金拉下水，投资银行还是没有完全摆脱困境，他们立即重新开始游说。在形势好的时候，摩根士丹利和高盛很高兴它们不是接受存款的银行，不受美联储的监督。但现在它们的态度来了个 180 度的大转弯：它们要求受美联储的管辖，因为它们想获得美联储的紧急贷款。9 月 21 日的那个周日晚上，摩根士丹利和高盛如愿以偿。美联储开始保护它们，它们不再容易受到攻击。

因为大本营投资集团被划分为对冲基金，因此无法得到美联储的紧急贷款。相反，政府还给了它一个打击，因为卖空禁令让它损失惨重。大本营投资集团建立了一个巨大的可转换债券投资组合，并通过卖空股票套期保值，当时的想法是，债券内含的期权相对于标的股票来说价值被低估。**卖空禁令使得不可能对新的可转换债券头寸进行套期保值，因此对可转换债券的需求大跌，大本营损失惨重。**到 9 月底，它的主要基金当月亏损了 20%，而大本营投资集团的股本基础缩水得越多，其负债率就上升得越快。自 1990 年以来，大本营投资集团白手起家，到目前资产已经达到 150 亿美元，拥有 1 400 名员工，但现在生存都已经成为问题。

格里芬召集他的下属，考虑公司该何去何从。如果他通过出售可转换债券头寸降低负债率，对手会看到他陷于绝境，从而开始给他的投资组合施加压力；另一方面，如果他不采取行动，他会很快用完现金，无法支付追加的保证金。与此同时，格里芬和他的团队还关注另外一个问题：如果大本营投资集团的贸易伙伴开始担心其生存，他们会降低其衍生品合约的估计值，迫使大本营投资集团拿出现金，直到耗尽其所有。经纪人当时对阿斯金资本管理公司、长期资本管理公司以及几乎每一个面临倒闭的机构都是这么干的。

10 月的第一个礼拜，大本营投资集团开始双管齐下，狙击对手。它处理了非主要策略部分的资产，以便在不明显表现其困境的情况下筹集资本；他平掉了与其他公司的衍生工具合约，有时用交易所的合约取代，因为交易所不会像券商和银行一样给它们施加压力。对于无法平仓的衍生工具合约，大本营投资

集团寄希望于其最大的优势之一——先进的后勤部门。

> 和许多对冲基金不一样，大本营投资集团拥有计算机基础设施、数据传输以及金融模型，来跟踪从银行购买的衍生工具合约的每日价值。它越清楚这些东西值多少钱，其对手就越难让价格对它不利，这些资本是大本营投资集团引以为豪的。回想起长期资本管理公司不要后勤部门的承诺——创建“没有多余机构的所罗门兄弟公司”，大本营投资集团的一位职员开玩笑说，长期资本管理公司大错特错了。所罗门兄弟公司的后勤部门已经构成公司的真正优势，而长期资本管理公司才是多余的。

大本营的计算机基础设施增加了格里芬挽救他的公司的可能性，但他的主要优势在于他的资金。和希望将借款集中于极短期贷款的投资银行不同，大本营投资集团的融资部门更谨慎些，它分析了其投资组合的资产结构，计算了卖出它们分别需要多长时间，然后用同样的债务结构进行匹配，其基本思想就是大本营的隔夜贷款不应该超过可以隔夜卖出的资产，不容易卖出的投资由不容易抽回的贷款来支持。大本营的5年期债券就是较长期借款的一部分，这在对冲基金并不多见，而且格里芬的员工还谈妥了期限长达一年的银行贷款。即使危机也不会让大本营陷入低价抛售的死循环——至少理论上是这样。

当然，在现实中很难如此自信。大本营有计划应对一场危机，但不是一场如此大规模的危机，而且无法置身事外。其他没有很谨慎地锁定借款的对冲基金面临着追加保证金的通知，迫使它们抛售可转换债券和其他头寸，它们的大量抛售使得大本营的损失更加惨重。关于大本营投资集团将要倒闭的传言似乎正迅速地表现出来。大本营投资集团被追加保证金通知害惨了！美联储在给大本营投资集团的贸易伙伴打电话，问他们持有量的规模。事实是，美联储确实在给华尔街的公司到处打电话，告诉银行不要撤回贷款。这到底是帮了大本营投资集团还是让谣言愈演愈烈还有待考证。CNBC的新闻车就停在要塞中心（Citadel Center），新一轮的死亡观察开始了。

10月24日的那个星期五上午，格里芬的一名年轻助手丹·迪弗伦纳（Dan Dufresne）乘火车赶回办公室。离家没多久，他就接到一个从一家欧洲银行的纽约办事处打来的电话，作为大本营投资集团财务部门的负责人，迪弗伦纳和所

有给公司提供资金的银行都保持着联系。

"嗨，迪弗伦纳，"对方说，"跟你说一声，有流言在欧洲盛传，说美联储在你芝加哥的办公室，组织清算你的资产。"

迪弗伦纳认为他得打个车，他不想在一个拥挤的市郊往返列车里讨论大本营投资集团将要倒闭的传言。

"我从伦敦的同事那里听说了这个，"对方说，"是真的吗？我想肯定不是真的，但是你要知道它愈传愈盛了。"

迪弗伦纳向对方保证这只是一个谣言。他和他谈了可能有10分钟，但他刚挂断电话，就接到另一个电话，还是关于这个传言。在迪弗伦纳到达位于要塞中心的办公室时，他又接了两个电话。迪弗伦纳的同事杰拉尔德·比森早已经在办公室了，他从凌晨5点开始就不断被欧洲交易部门问问题。

迪弗伦纳和比森怀疑记者得到了这个谣言，并散布给了他们认识的每个人，试探他们的反应，他们肯定给伦敦的每一家银行打了电话。谣言蔓延的速度比大本营投资集团制止的速度更快。

过了一会儿，花旗集团的资本市场主管詹姆斯·福雷赛（James Forese）打电话给格里芬。根据福雷赛听到的传闻，格里芬正在华盛顿向美联储寻求救助。大本营投资集团债券的信用违约掉期价格相当低，似乎问题甚至比雷曼兄弟破产前还严重。

拨了大本营投资集团的号码后，福雷赛等了1分钟，然后格里芬接起电话，开始说话。

"你给我打电话是基于三个原因之一。第一，看我是否还活着；第二，看我们是否还有钱……"

福雷赛打断了他："我之所以打电话是想给你提供帮助。如果你需要变现投资组合，或者需要有人慎重地处理，你知道我们可以帮你。"

"我们正在大幅亏损，"格里芬承认，"但是，我们的资产流动性很强。"因为大本营投资集团与对方锁定了长期资金，它没有追加保证金的问题；因为它的后勤办公系统跟踪所有头寸的精确价值，这样银行对推动价格向它们不利的方向变动就不那么积极；此外，大本营投资

集团出售了大量资产以筹集现金，它比贝尔斯登和雷曼兄弟更积极地防止负债率直线上升。

福雷赛想知道是不是这些就足够了，他谨慎地说：“你们快被谣言害死了。”

“我知道，我无法摆脱谣言。”格里芬承认道。谣言使大家以为大本营投资集团即将抛售可转换债券的投资组合，抛售的威胁压低了价格，使大本营投资集团雪上加霜。每次大本营投资集团的高管人员从交易对手接到一个恐慌的电话，他都得解释为什么谣言是假的，但不管格里芬的团队安抚了多少惊慌失措的来电者，谣言还是愈演愈烈。

“你需要一个很好的窗口，让你的情况为人所知。”福雷赛说。

“我不知道怎么做比较好。”格里芬回答。他最不想做的事就是开电话会议，电话会议似乎证实了市场上最悲观的怀疑——贝尔斯登和雷曼兄弟都开了电话会议，但对它们一点好处也没有。

福雷赛记得大本营投资集团发行了一些5年期债券。它可以召集一个债券持有人的电话会议，而不显得恐慌或有什么不对劲；更重要的是，那样做还可以起到另外的作用——如果格里芬告知债券持有人的不是真的，监管机构会找他麻烦，这将使格里芬的保证值得信赖。

“这是个不错的主意。”格里芬赞同道。他挂了电话，并召集他的副手。

大约上午10：30，格里芬的核心成员围着一块白板，有人匆匆记下了大本营投资集团需要注意的六个要点。格里芬想要精神饱满的首席运营官杰拉尔德·比森做主要讲话——另一个值得注意的要点被加到白板上：“慢慢讲。”

“有多少条线打入电话？”有人问。当可口可乐之类的大公司举行季度投资者电话会议时，通常安排约250条线。但是，大本营投资集团的债券持有人并不多。

“500条。”有人试着说。

“1 000条。”比森反对说。

电话会议定于下午3：30，但不可能准时开始。有超过1 000人试图打电话，包括交易者、投资者以及金融记者——这是大本营投资集团死亡观察的高潮，是雷曼兄弟倒闭以来最大的戏剧性金融事件。在华尔街的一些交易大厅，电话

会议通过扬声器播放出来。因为要安排更多的电话线，讲话推迟了25分钟。那些想要打进电话的人听到的是刺耳的电子音乐。

终于，比森开始讲话了。没错，大本营投资集团的两只旗舰对冲基金下跌了35%，但公司的现金远远没有耗尽。它的融资没有问题；它还有80亿美元的信用额度没动——它不可能会倒闭。大本营投资集团的总顾问亚当·库珀（Adam Cooper）举了个牌子到比森面前，提醒他不要说太快。比森说："这只是一场混乱，不会发展为我们所看到的严重问题。"他强调了大本营投资集团会挺过这个难关。格里芬集聚了所有的信心又补充说："我们将在金融新时代里欣欣向荣。"12分钟后，讲话结束了。

格里芬离开电话，去回答市政厅会议中工作人员的问题。比森那个下午接了很多记者的电话，他尽力让大家理解这个信息：大本营投资集团积极地筹集资金，它的信贷额度是没有问题的。尽管政府援助了摩根士丹利和高盛，对对冲基金却不闻不问，即便如此大本营也不会倒闭。

第二天，CNBC的新闻车就从要塞中心外的老位置撤走了。至少在目前，风波已经平息。

在接下来的几个星期，大本营投资集团还在继续亏损。到了年底，其旗舰基金居然下跌了55%，90亿美元凭空消失，至少相当于两个长期资本管理公司。但是，尽管没有人这么说，但大本营投资集团的风波是金融行业应该如何运转的一个模板。将资金投给格里芬的投资者很多年以来都获利丰厚，现在被迫承受巨大的损失——事情正应该这样。但是，金融系统没有动摇，也没有要求纳税人对大本营投资集团进行救援。

这一事件表明，**管理着数十亿美元的杠杆型交易公司在市场失控的时候不一定需要政府救援，谨慎的流动性管理可以代替美联储的保障措施**。老牌的投资银行在短期贷款的基础上滥用杠杆效应，在危机来临的时候，整个公司就会崩溃。但由于格里芬和对冲基金一样生于忧患，格里芬的负债率低一点，对短期资金的依赖少一点，在关键时刻，大本营投资集团就会幸免于难。因此，事实证明，高盛的模仿者比真正的高盛更有利于金融体系，比贝尔斯登或雷曼兄弟更是好太多了。

大本营投资集团的经历是对冲基金行业普遍经历的戏剧化。直到9月雷曼兄弟公司破产之前，对冲基金都安然无恙，但在那之后的危机中却腹背受敌。它们的策略是基于做空，但被政府禁止了；它们的投资组合是基于杠杆效应，但因为经纪人囤积资金，杠杆效应无法显现。

到2008年年底，大部分基金亏损，近1 500只基金破产，很多巨头发现其名声日渐下降。然而，即使是在有史以来最惨淡的时期，对冲基金还是证明了自己的价值。2008年，该行业整体亏损了19%，但标准普尔500指数的下跌幅度是其两倍。而且，与银行、投资银行、房屋贷款者以及其他机构都不一样，对冲基金没有给纳税人或社会带来任何损失。这一点在危机的时候很大程度上被忽略了。对冲基金泡沫的破灭没有给政策意义留下多少思考空间：这些巨头爬得如此之高，他们跌下来是活该。

> 在2008年上半年，先驱资本公司的菲利普·法尔科恩回报率达到43%，并威胁到《纽约时报》；而9月，因为雷曼兄弟的倒闭和美国证券交易委员会的卖空禁令，他一个星期内的损失就超过了10亿美元。2007年2月，一家名为福帝斯公司（Fortress）的“阿尔法值工厂”大张旗鼓地发行上市，为那些开直升机的公司要员创造了107亿美元的账面财富；而到2008年12月，福帝斯公司的资产已经贬值了将近三分之一，公司被迫解雇24位投资组合经理人。长期资本管理公司的元老约翰·梅里韦瑟和迈伦·斯科尔斯各自在1999年成立新的对冲基金，几年来都业绩良好，但到2008年底，二者都处于崩溃的边缘。克里斯·霍恩的儿童投资基金在2008年以下跌42%告终，似乎也失去了斗志。“坦白地说，这种积极主义很难。”克里斯·霍恩如是说，他似乎为他的发现感到惊讶。

投资者被这种逆转惊得目瞪口呆，争相撤资。对冲基金可能是比标准普尔500指数的亏损小得多，但客户指望它们在任何市场形势下都赚钱，就好像运作对冲基金的人完全消除了风险，而不只是在管理风险一样。即使是在雷曼兄弟破产之后的几个月里只亏损了之前盈利的一小部分的宏观型对冲基金也没有躲过这一劫：他们要应付310亿美元的净赎回，因为大家都在撤回资金。对冲基金的对策是保罗·琼斯用过的办法——他们通过设定撤资门槛来锁定投资者。有

时投资者被锁定是一种幸运，这个门槛避免了对资产进行灾难性的抛售，而且还可以不用付管理费。不过，在很多时候，这种门槛也是一种暴行。据说一家有名的对冲基金因一位投资者提前赎回而对其收取了费用，并阻止了赎回，之前收取的费用也拒绝返还，除此之外还继续收取管理费。

对冲基金的规模越大，经理人表现得就越强硬、傲慢，而通常都是大基金的表现最糟。大型的“阿尔法值工厂”在流动性枯竭时被套在了正在亏损的头寸上：汤姆·斯泰尔的法拉龙对冲基金2008年年初时管理着360亿美元，到2009年下降至200亿美元；而相比之下，反应更加灵活的小公司从本质上来说与上个年代的斯泰尔更类似，它们往往能够全身而退。

> 一只精明的基金中的基金——石溪资本（Rock Creek Capital）计算发现，资产规模在10亿美元以下的对冲基金在2008年下降相对不多，亏损了12%，与此同时，石溪资本跟踪的资产规模在10~100亿美元之间的基金亏损了16%，而规模在100亿美元以上的亏损了27%。

然而，尽管损失惨重，但对冲基金的秘方使之幸免于难。他们让人讨厌，也让人喜欢，是受羡慕和渴望的对象；他们仍是现代资本主义最喜欢的打发时间的高手，毫不掩饰对金钱的追求。2008年11月，在市场出现混乱之后两个月，五名对冲基金大亨被叫到国会作证，一次走过场的公审：亿万富翁因为扰乱经济而受到谴责。但在诉讼过程中，一个意想不到的声音出现了。马里兰州民主党人、众议员埃里耶·卡明斯（Elijah Cummings）从讲台上凝视着大家，讲述了他的邻居对当天听证会的反应：不是批评，不是指责，甚至也不是怜悯，只是一个带着敬畏的简单的问题：“在五个极其富有的人面前会是什么感觉？”

金融业的未来取决于对冲基金的过去

早在1966年第一次对冲基金繁荣的时候，美林证券的银行家皮尔斯（Pierce）芬纳（Fenner）和史密斯（Smith）同意为道格拉斯飞机公司（Douglas Aircraft）承销可转换债券。在他们同客户打交道时，他们了解到道格拉斯飞机公司将每股收益预测下调为每股3.50美元，比预期低了大约四分之一；过了一会儿，他们听说道格拉斯飞机公司的收益可能在3美元以下；然后他们获悉盈利可能是零。这是一个重磅炸弹。这一消息会让道格拉斯飞机公司的股价直线下跌，而凭借其内部顾问身份而获知消息的美林证券银行家被严格禁止将消息泄漏给美林的经纪人。但在投资银行，内部防火墙不起作用绝不是最后一次。6月21日，道格拉斯飞机公司前景堪忧的事实被美林证券与对冲基金客户打交道的经纪人劳伦斯·杰克林（Lawrence Zicklin）获悉。

杰克林与为阿尔弗雷德-温斯洛-琼斯公司操盘的部门经理贝克斯·亚当斯（Banks Adams）之间有直接连线。这个连线是一年前装的，它的存在标志着杰克林得将他所知道的一切即时告诉亚当斯。琼斯公司的人付给美林证券不菲的佣金，他们指望有相应的服务作为回报，杰克林也不打算把道格拉斯飞机公司这个惊人的消息作为例外。

> 根据美国证券交易委员会提交的行政诉讼，杰克林打了电话给亚当斯，而亚当斯立即下单卖空4 000股道格拉斯飞机公司的股票；然后杰克林还打电话给理查德·拉德克利夫（Richard Radcliffe），理查德

是琼斯公司的前员工，和巴顿·比格斯一起设立了一只新的对冲基金，理查德卖空了900股道格拉斯飞机公司的股票；正在操作琼斯的模拟投资组合的共同基金新星约翰·哈特韦尔（John Hartwell）也接到了电话，他立即卖出1 600股道格拉斯飞机公司的股票。

第二天早上，《华尔街日报》刊登了一篇看好飞机制造业的报道。就普通投资者而言，道格拉斯飞机公司没有什么不对劲的地方，实际上它的股票还上涨了1美元。但在那天，著名的经纪人鲍勃·布林贝里（Bob Brimberg）请一些知名的基金经理共进午餐。

布林贝里集聚了非凡的体力和智力：他身形高大，他的合伙人在他的办公桌旁装的秤也没能阻止他变得越来越胖。在布林贝里家的午餐聚会中，主人通常会用肉丸、咸牛肉三明治以及鸡尾酒款待来宾。然后，他会要求了解他们买卖的是什么。没有基金经理会冒险撒谎，因为那样下次就不会再收到邀请了。

6月22日，布林贝里像往常一样套客人的话。有人说了一些有关美林证券和道格拉斯公司的事，然后当天下午客人都打电话到美林证券服务台要求确认。到第二天结束时，13家美林证券的客户抛售了175 800股道格拉斯飞机公司的股票，其中6家是对冲基金。对一个仍然不为华尔街之外的人所知的行业来说，这个数字是惊人的。这次出售成为证券交易委员会历时很久的调查主题，调查迫使一些基金赔付高额的费用。

近半个世纪后，对冲基金仍然在获得内部信息，也仍然在惹麻烦。这次丑闻的当事人是拉杰·拉贾拉特南（Raj Rajaratnam），一位健谈的与鲍勃·布林贝里身形相近的斯里兰卡人，掌管着一家名为帆船集团（Galleon Group）的对冲基金公司。就如美国证券交易委员会的执行长所说的那样，与其说他无所不能，倒不如说他精通经营关系网。他没有什么不得了的秘方，但他有很多特殊的消息来源。

根据2009年曼哈顿区律师事务所提出的刑事指控，拉贾拉特南的熟人曾事先告诉他说，一家名叫宝利通（Polycom）的技术设备制造商将公布其盈利好于预期，据称帆船集团很快利用这一消息赚取了50万美元；熟人私下告诉他私募股权投资集团——黑石集团正准备买下希

尔顿酒店，据说帆船集团又赚了400万美元；其关系人知道谷歌的盈利将不尽如人意，这一次的收益达到900万美元之多。

拉贾拉特南的关系网包括英特尔公司的一位高管人员和麦肯锡公司的一位董事，两人显然打算泄漏秘密，以求分一杯羹。据检察机关透露，他们经常丢弃手机，企图不留痕迹，这个伎俩让人想起贩毒团伙。一次非法交易之后，据称其中一名被告通过用牙齿咬断手机SIM卡以毁掉电话。在所有这些指控面前，拉贾拉特南还辩称自己无罪。

显然，对冲基金经理人并非天使。从迈克尔·斯坦哈特串通的大宗交易，到戴维·阿斯金根本不存在的抵押贷款提前还款模型，他们的历史充满了污点。很早以来，正是对冲基金的结构令监管机构担忧。在道格拉斯飞机公司的情况出现时，监管机构担心对冲基金的赞成者，包括势力强大的人和上市公司的高层管理人员在内——如果这些处于有利位置的人将内部消息泄露给那些打理他们资产的人怎么办？两代人后，这些疑虑似乎都在帆船集团一案中得到了印证；而且，假设20世纪60年代的疑虑已经失去意义是幼稚的。道格拉斯飞机公司一案表明，对冲基金带给经纪人的巨额佣金产生了滥用的可能，认为这种滥用会继续下去也是完全合理的。每个行业都有罪犯和骗子，对冲基金也不例外。

然而，同样明显的是，对冲基金不应该用某种完美的标准来评判。**信任这个行业不是因为它完美无缺，而是因为从根本上来说，其激励机制和文化理念优于其他金融公司。**例如，我们没有任何证据表明对冲基金涉及的欺诈比对手多。2003年，证券交易委员会的一次调查想要找出相关的证据，结果一无所获。不错，独立的对冲基金的确比大银行内部的资产管理人获得非法内幕消息的可能性要小，而大银行可能从公司客户和交易伙伴得到各种可以带来盈利的信息。要让敏感的消息传到现代金融企业集团本不该知道该信息的人的耳朵里，它只需要穿过股票承销商或并购顾问与自营交易员之间的防火墙即可，而要让消息传到对冲基金那里，得要采取进一步措施才能传出去。

同样，关于其它对对冲基金的指控，情况也和欺诈以及内幕交易的指控一样：正如我们马上可以看到的，这些指控针对其他金融机构可能更合适。但是，对冲基金一案的核心可以归结为一句话：事实证明，金融体系中的大型机构是“大而不倒”，而对冲基金是“小到可以随意倒闭”。它们倒闭的时候，纳税人没有

遭受任何损失。

2007—2009年的崩溃以及紧随其后的反反复复的监管争论之后，这种“小到可以随意倒闭”的好处怎么夸大也不为过。诸如雷曼兄弟和美国国际集团之类的大公司的倒闭引起了全球信贷的紧缩，导致了自20世纪30年代以来最严重的经济衰退。救助的成本加重了富裕国家公共财政的危机，加速了经济力量向新兴经济体的转移。

危机之前，美国国债占GDP的43%，预计2010年将剧增至GDP的70%，而中国、印度、俄罗斯、巴西的政府债务基本持平；同时，在欧洲，希腊和爱尔兰等国家已经处在崩溃的边缘。根据国际货币基金组织的数据，在先进的大国家，对“大而不倒”的机构的现金注入、债务担保以及其他援助高达10万亿美元，相当于那些国家的居民人均13 000美元。

这些用于援救富有的金融家的大额财富破坏了资本主义体系的合理性。2009年12月，奥巴马总统哀怨地说，他“竞选不是为了帮助一群有钱有势的银行家”。但他确实帮了他们，民粹主义者对他出手如此大方表示愤怒也实在不奇怪。更令人担忧的是，奥巴马和任何其他领导人都不知道如何防止“大而不倒”的机构再次榨取公众财富。关于这次危机，最糟糕的是它很可能重演。

要探明个中究竟，可以从援助金融部门这个困扰政府的两难局面说起。一**方面，许多金融机构确实“大而不倒”，如果政府要守住纳税人的钱，拒绝援助它们，则会如雷曼兄弟公司倒闭之后的情形那样，引致给纳税人带来更大损失的崩溃。另一方面，每次政府都为金融家们所冒的风险埋单，这就降低了市场参与者冒险的成本，从而降低了他们减少风险的积极性。**比如，如果没有存款保险，存款人在银行倒闭的时候会遭受损失，他们可能拒绝将他们的存款交付给疯狂冒险的银行，或者要求较高的利率作为抵补。同样地，政府如果不作为最后贷款人对银行（现在包括了投资银行）进行救助，购买由银行发行的债券的投资者可能会更加关注其稳健程度。这里的问题不是不应该有存款保险或最后贷款人流动性保险，因为让大机构倒闭代价太高。但是让人不爽的是政府保险助长了金融家冒更大风险的可能性，而更大的风险迫使政府增加保险。这是

一个恶性循环。

在银行史上，你也能看到这个循环。在上个世纪，政府多次扩大了最后贷款的范畴，放宽了条件，而且使贷款保险适用于更多的银行客户。随着政府为更大的风险埋单，冒险之风愈刮愈烈。自 1900 年以来，银行的负债率增加了三倍，从 4 上升到 12；它们利用短期借款来买短期资产，增加了流动性风险；它们将更多的资源集中于高风险的自营业务。在 2007—2009 年的危机中，政府加大了存款保险的范围，担保了原本不在保险之列的货币市场基金的存款，并且拼了命地将紧急流动性灌输到整个市场，这场危机很可能引致将来更多的冒险。简单地说，**政府的行动降低了"大而不倒"的机构冒险的代价，其结果就是更加冒险**。这个恶性循环直到政府破产才会完结。

对这种可怕的前景通常有两种反应。**一种是辩称政府不应该救助保险公司、投资银行、货币市场基金以及其他所有机构，如果金融家要为自己所冒的风险付出代价，他们就会更加谨慎**。比如，如果在 2008 年初的时候，投资者要被迫承担贝尔斯登破产的损失，而不是靠美联储救援来平息这场灾难，他们可能对承担几个月后雷曼兄弟公司破产的损失更有心理准备。但这种解决"大而不倒"问题的提案否定了这种方式的存在。正是因为有些机构确实"大而不倒"，才不能任由它们倒闭。而且，大公司和那些借款给它们的人深知没人敢惹它们。政府可能号称不对他们救援，但每个人都知道真正到了那个时候，政府没得选择。即使是不完全不干预也说不过去。我们可以假想一个监管部门援救真正的大公司，却让贝尔斯登之类的中型公司倒闭的社会，但那不是我们所处的环境。政府通常都倾向于干预，因为他们不能眼睁睁地看着灾难发生。这是人类的本性，无法改变。

第二种是找出可以打破这种循环的监管措施。政府给银行的安全网可能助长了它的冒险，而冒险又迫使安全网进一步扩张。但这种循环可以通过对银行施加资本要求、监测银行流动性、抑制银行自营业务——总的来说就是通过减小银行冒险的胃口——来终止。在某种程度上，更严格的监管给了大家希望。在这本书即将完稿的时候，富裕国家的政府已经准备进行更严格的监管。但是，就全世界来说，在不同的国家由不同的机构尝试过不同的监管方式，历尽千辛万苦，却发现没有什么监管体系是滴水不漏的。比如，2008 年出问题的公司正

是由一系列的机构采取一系列的措施加以监管的。美国接受存款的银行由美联储、联邦存款保险公司以及另外两个较小的机构负责监督，而且必须遵守《巴塞尔协议》的资本充足标准，但它们的表现非常糟糕。

> 美国投资银行由证券交易委员会监督，并要求遵守不同的风险限制，结果有两家倒闭了、一家出售以避免倒闭、两家由政府救助，而政府特许的房地产抵押贷款公司房利美和房地美由专门的政府部门进行监督，结果却不得不将它们国有化；巨型保险公司美国国际集团失了控；由证券交易委员会进行监督的货币市场基金需要政府提供紧急担保。与此同时，在欧洲，情况也同样糟糕。伦敦金融服务局被认为是监管机构的楷范，但是英国也受到一系列灾难的打击，代价惨重。欧洲大陆的银行受新《巴塞尔协议》资本要求的限制，但还是没有改观。

当这么多的监管机构同时失灵，就很难相信只要某个关键机构改变管理方式，招募更好的员工，或者去除自由放任的思想，监管就会起作用。相反，记录表明，金融监管真的很难，不能总指望监管可以奏效。同样，说这些都根本不足为奇是有原因的。确定如何才能使金融机构稳健涉及一系列棘手的判断。

> 所需的资金数额不应该相对于资产来衡量，因为资产可能意味着任何东西，从可怕的抵押债券投资组合到安全的政府债券的套期保值投资组合都在其列。相反，资本应该相对于风险加权资产来衡量，但你必须先定义风险，并做好定义会有争议的准备。此外，决定机构适应性的不仅仅是资本数额。借入短期资本比借入长期资本更容易发生信心突然缺失的情况，所以机构的资金结构必须认真考虑。无论是复杂的抵押证券，还是给哈萨克银行的贷款，在一个难以迅速卖出的缺乏流动性的市场交易比在组织严密的交易所交易风险更高，这是监管机构应该做出判断的另一个方面。

得力的监管者可以应付这些棘手的问题，有时他们也确实做到了，监管机构就像空中交通管理者一样，情况好的时候被忽略，出现问题之后就受到责难。然而，在整个过程中，监管机构希望安全的意愿降低了金融机构所冒的风险。大型金融机构由于其所拥有的智囊团和政治影响力，它们将比想象的更容易在争论中占得上风，监管会比想象的更柔和。

如果不能任由大公司倒闭，如果监管必不可少却又容易出问题，决策者就应该更关注第三个选择，他们应该齐心协力让金融机构承担风险，减少纳税人的损失。也就是鼓励规模不太大的公司的发展，减少政府必须承担的金融系统中的风险。这也意味着要鼓励风险控制意愿比较强，从而监管压力也不那么大的机构。政府该如何促进能够很好地管理风险的“小到可以随意倒闭”的公司的发展呢？这是金融业未来的关键所在，而且部分答案是显而易见的：**政府必须鼓励对冲基金的发展。**

对冲基金当然不能解决金融系统的所有问题。它们不接受存款、不承销证券、也不给小公司发放贷款。但是说到管理资产却又不对金融系统造成损害，对冲基金已经证明了它们的能力：它们几乎总是小到可以随意倒闭。2000—2009 年，总共约有 5 000 家对冲基金倒闭，没有一家要求纳税人救援。**因为它们的资产价值随市场价格变动，并且总是担心经纪人给它们追加保证金通知，因此相对于其对手来说，对冲基金往往能更好地监控风险，承认损失的速度也更快。**如果它们遭受了严重损失，往往在间接影响大金融体系之前它们就清算和关闭了公司。因此，政府不但不应该控制对冲基金所冒的风险，反而应该鼓励它们繁荣发展，吸纳更多的风险，将“大而不倒”的金融机构的高风险资产管理的责任移交给它们。此外，由于我们的目标是有更多的对冲基金，因而对它们的监督只会适得其反。对冲基金的历史所暗示的主要政策建议可归结为四个字：**不要监管。**

这个提案会引起一些反对，第一个问题就是对冲基金对待投资者的方式。自 20 世纪 60 年代以来，20% 的绩效费已经引起了嫉妒，也带来了担心——这种“赢了我赚、输了你赔”的模式是不是导致它们拿着客户的资金随意冒险？最近有学者提出了这种批判的一个详细解释：绩效费可能使对冲基金的回报波动幅度较小，这种骄人的表现会掩盖其崩溃的危险。

> 基金吸纳 100 美元的资本，将它投资于标准普尔 500 指数，然后通过出售期权给那些想对市场崩溃风险套期保值的人，假设它们赚了 5 美元。如果崩溃发生了，对冲基金就亏惨了；但是，在 5 年甚至 10

年的时间里，崩溃不会发生的可能性很大，因此，基金经理每年的表现都比标准普尔 500 指数好 5 个百分点，并因此被誉为天才。

当这种把戏可以给对冲基金带来绩效费时，什么人都会去尝试。而结果就是本该从保护机制中获益的投资者会受到伤害，当卖出期权的对冲基金难以为继时，市场就会不稳定。

这些有关对冲基金的激励机制的抱怨似乎是有道理的，但你研究一下其替代品后，就不会这么认为了。投资对冲基金比其他没有争议的投资更安全，比如说从投资银行买股票。正如我们所看到的那样，对冲基金有更充分的理由比银行更好地控制风险，大多数基金的管理人员都会把自己的钱放在基金里，和客户的钱在一起。此外，如果说对冲基金的绩效费似乎导致了过度冒险，那银行的绩效费要高得多。

近年来，投资银行将公司整整 50% 的收入作为工资和奖金发放，尽管这两者不完全可比，但这个比较可以使大家正确看待对冲基金绩效费的问题。投资银行的报酬使其管理人放手一搏，当他们失败时，就会妨害金融稳定。而且，对冲基金绩效费的计算是事先拟定的，而银行却有权每年对其加以修改。而费用可以改变经理的做法，普通投资者没有讨价还价的权利。

那对冲基金与共同基金比起来如何呢？从表面看来，对冲基金太过昂贵：共同基金往往收取大约 1% 的管理费，而对冲基金往往收取 1%~2% 的管理费，外加 20% 左右的绩效费。但要看谁的收费更不合理，你得要区分 α（基于基金经理技能的回报）和 β（基于市场指数的回报）之间的区别。投资者可以购买标准普尔 500 指数之类的简单指数，赚取 10 个基点（0.1%）的回报率，因此积极管理的共同基金收取的 1% 的费用实际上有 90 个基点是针对超额利润的。不幸的是，不断的研究发现，共同基金经理人整体来说没有战胜市场。他们收取 90 个基点的费用，却没有提供任何回报，其每单位超额利润的费用是无穷大的。

即使平均说来，积极管理的共同基金收费过高，还有一种方法来确定对冲基金是否更好一些。本书描述了很多对冲基金赚钱的方法：通过对那些不在市场上的中央银行下注获利；通过从被迫不惜代价抛售的卖方买入获利；通过为大型机构提供流动性获利；通过找出各种风险收益不对称的机会获利。显而易见，

没有限制竞争的体制性障碍、又被绩效费激励的有才能的投资者可以赚取非常可观的利润，即使他们只是像附录中提到的创立基金的老虎基金员工一样，简单地运用选股策略。如果着重于那些创立这个行业的先锋人物，对冲基金的历史必然偏向于赢家。也许运用这些策略的对冲基金平均来说在亏损呢？又或许，它赚取的超额利润都用来付绩效费了呢？

对这些合乎情理的问题的答案还需讨论。对冲基金的获利部分来自于过度冒险，可是这又难以衡量，因此精确的关于对冲基金调整风险后的收益大小势必难以得知。整体来说，基金中的基金所披露的回报率比投资于它们的对冲基金的回报率低，其差异无法用费用来解释，这表明披露的对冲基金的回报率往往被夸大了。不过，至少目前，对冲基金的表现出奇地好。

最好的证据来自于耶鲁管理学院的罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）和伊博森公司的陈鹏以及香港理工大学的朱凯文合写的论文。作者从 1995 年 1 月至 2006 年 4 月 8 400 只对冲基金业绩的统计资料入手，然后，他们矫正了“存活者偏差”。存活者偏差指的是如果只衡量在期末时还存在的基金，你就将在此期间破产的基金排除在外，因此高估了平均业绩。接下来，作者处理了“回填偏差”。回填偏差指的是对冲基金往往在获利丰厚的年度之后开始报告业绩，所以，那些非典型的高盈利使对冲基金显得非常成功。做了这些调整后，作者指出，对冲基金的回报率平均为每年 11.4%，扣除费用后为 7.7%。而且最关键的是，7.7% 的净回报率包括了 3% 的超额利润。因此，对冲基金确实产生了超出仅仅投资于市场基准的利润。而且，尽管有许多关于对冲基金收费过高的说法，但是其客户仍然获得了超额利润。

最后一点比较似乎很有价值：那么对冲基金和私募股权相比如何呢？二者都被投资业称为“另类投资”，它们有一些共同点：它们的组织形式都是私人合伙形式；都运用杠杆效应；都收取绩效费。越来越多的私募公司开始设立对冲基金，也有越来越多的对冲基金创立私募公司，这也进一步模糊了二者之间的区别。然而，它们对投资者的承诺是完全不同的。

> 对冲基金的目标是购买市场定价不合理的证券或货币，他们玩的是数字和心理游戏；而私募股权投资基金承诺改善个体公司的表现，安排新的执行官对其加以控制，对包括广告预算和中层管理激励在内

的所有东西都进行改头换面。他们所宣称的是证券并未被错误定价，而管理可以通过一个精明的所有者加以改善。

那么，究竟可不可以呢？和对冲基金一样，你必须将 α 和 β 区分开来。通过拥有未上市公司的投资组合，私募股权投资基金持有了类似于股市指数的头寸：这是它们业绩中的 β 。要是这些基金确实表现优秀，有充分理由收取费用，也就是它们能战胜市场，创造 α 。事实表明，学术界对风险资本类的私募股权投资基金的结论是肯定的，但对将上市公司私有化的收购基金却没有定论。通过运用各种方法，三份有影响力的研究发现风险资本家每年创造 4%~5% 的超额利润，而收购基金的回报率和标准普尔 500 指数没有太大区别。而且相对于对冲基金而言，私募股权投资基金有一个明显的劣势——它们要求投资者在长达十年的时间内不能撤资。

当然，对冲基金不能替代其他的投资工具。对普通的储蓄者来说，收费不高的模仿大盘的共同基金不失为最好的选择。但从大投资者的角度来说，对冲基金都不逊色于大部分的投资工具。它们更少出现内幕交易或欺诈行为，而是为投资者创造真正的价值。作家弗雷德·施韦德（Fred Schwed）在他的经典著作《华尔街》中问："你的游艇在哪里？"对于这个问题的回答是：去问哈佛！去问耶鲁！他们的捐赠基金在 1999 年和 2009 年间每年分别上涨了 8.9% 和 11.8%，而且这还是在减去信贷危机的损失后。对冲基金是大学可以负担更多的科学设施和优秀学生奖学金的主要原因，也是开放社会研究所和罗宾汉基金会等慈善机构有更多钱捐出去的主要原因。而且，如果对冲基金服务于富有的客户，而加剧了现代社会中超级富豪和其他人之间令人不安的差距，那么，对这一问题的解决办法也不是遏制它们的交易，而是采用累进税率。

如果对冲基金对其客户有利，那么有什么必要赞成对它们进行监管呢？长期以来，矛头都指向趋势追随型对冲基金，说这种基金将价格推向不合理的水平，导致经济不稳定。对于这种反对观点又怎么解释呢？

首先要指出的是，大多数对冲基金是通过将价格推离极值，推回至合理区间来赚钱的。套利基金就是这样，包括经常受到指责的快速交易的统计套利基金。同样，当朱利安·罗伯逊那种类型的选股者买入被低估公司的股票，做空被高

估公司的股票时，他也是在将股价推向最好地反映其价值的价格水平，将资本引向能有效对其进行配置的公司。还有，对过剩和短缺快速做出反应的商品交易者往往也会稳定市场，而不是加剧恐慌，因为他们的行动发出了进行有利于经济调整的价格信号。当商品交易员针对非洲军事政变的消息推高石油价格时，他是在告诉驾车者在过度消费将价格推至更高之前节约资源。

当然，市场有时会超调，而且趋势跟踪型对冲基金会使这个问题恶化，这显然是正确的。当石油真正短缺的时候，警告驾驶者少用油是一件好事，但如果交易者趋之若鹜，毫无必要地推动油价远离均衡水平，他们就纯粹是在伤害消费者和企业，让市场做不利于稳定的调整。

> 例如，2007 年，投资者将每桶原油价格从 61 美元推至 96 美元，这可能是对新兴市场需求旺盛的一个正常反应；但在 2008 年上半年，原油价格上涨到 145 美元，这恐怕就超过了基本面所支持的水平。

同样，货币交易员有时会发出理性的信号，有时却会将货币价值推至极不合理的水平。索罗斯和德鲁肯米勒的英镑交易属于理性范畴，因为德国统一后的高利率已经使英镑盯住汇率的制度站不住脚了；1997 年的泰铢贬值也是一样，因为该国日益增长的贸易赤字与其盯住汇率制不吻合。但显然也有些时候，货币市场超调。1997 年，印度尼西亚只有很小的贸易赤字，用的是弹性汇率，但因为政治不稳定导致市场恐慌，它贬值的幅度比泰国大得多。

如果趋势跟踪具有破坏性，那么对对冲基金监管是否可以减轻这种破坏呢？当然，对对冲基金的限制将会限定随势而动和逆势而为的交易，但没有数据证明总的来说结果会怎么样。但是鉴于包括商品公司和保罗·都铎·琼斯在内的趋势追随者有光辉的业绩，对冲基金的监管很可能加剧市场超调的趋势。由于它们的组织结构形式，对冲基金其实比其他类型的投资者都更倾向于逆势而为。

> 对冲基金兼具使它们成为逆向操作者的三个特征。第一，和其他机构投资者不同，它们可以随意做空和做多；第二，人们根据绝对回报评判它们的优劣，相比之下，共同基金经理在违背传统观念时必须慎重，因为它们的表现是相对于反映共识的市场指数来衡量的；第三，对冲基金有绩效费。为了自信地逆势而为，你必须得大量投资于分析研究，而绩效费为其提供了资金，也提供了积极性。如果不花大笔的

钱做研究，约翰·保尔森不会有信心挑战抵押贷款这个行业。

即使是自称为趋势追随者的保罗·琼斯也强调了对冲基金逆势操作的潜能。琼斯是一个趋势追随者，因为他知道，和有效市场理论所说的不同，投资者对信息的反应往往不是一蹴而就的。养老基金、保险基金、共同基金以及个人都在自己的时间尺度内做出反应，因此价格也是慢慢调整的，而不是一次性完成。但是，正因为琼斯了解市场的势头，他可以感觉到什么时候反应过度。他是最不可能加剧趋势的人，因为一旦反应过度，他就会利用其逆转获利。这就是为什么他在 1987 年股市崩溃前夕，通过做空市场对金融趋势下注的原因，也是他为什么于 1990 年在东京故伎重施的原因。2008 年夏天，事情发生的时候，琼斯已经看出石油市场过热。他在泡沫破灭几周前的一次杂志采访中说："石油市场太热了，后果会很严重。"**当某个趋势开始脱离基本面而扭曲经济，最有名的对冲基金趋势追随者就很可能会成为打破趋势的人。**

对冲基金总体来说也是一样。在欧洲的汇率危机中，索罗斯和德鲁肯米勒并没有简单地不分青红皂白地领导趋势追随者攻击每种货币。相反，他们赌法国法郎会顶住贬值的压力，并从中获了利。同样，在东亚危机中，对冲基金促使了泰国货币贬值，因为贸易赤字使盯住汇率没有道理。但卢比的疯狂贬值不是因为对冲基金，而是因为印度尼西亚人争先恐后地将他们的钱汇往国外。索罗斯的团队根本没有落井下石，而是试图阻止，但没有成功。最后，另一个对冲基金——汤姆·斯泰尔的法拉龙基金逆势买进中亚银行，使印度尼西亚的局势得以扭转。

重点不在于对冲基金有时会随大流，显然有些时候他们会随大流。1993 年，迈克尔·斯坦哈特利用热门的债券市场，导致泡沫产生，在下一年，他付出了沉重的代价。重点在于，由于其组织形式和激励机制，对冲基金比其他类型的投资者更有可能逆势操作。而监管也需要逆向思维，最好的减少追随趋势的办法不是限制对冲基金，而是顺其自然。

总之，对冲基金似乎不容易出现内幕交易或欺诈，它们可以从一定程度上解决"大而不倒"的问题。它们为投资者创造价值，而且比其他类型的投资工具更有可能扭转趋势。因为这些原因，监管机构应该鼓励对冲基

金的发展，而不是遏制。不过，还是有一个充分的理由要监管对冲基金，或者说监管其中一些对冲基金。

这个理由就是对冲基金正在发展壮大。支持对冲基金的发展是因为它们规模小，一旦对冲基金的规模不再小到可以随意倒闭，监管就有必要了。同样，当对冲基金成为上市公司，放弃了事实证明可以有效控制风险的私人合作伙伴的组织形式，监管就得更加严格。尽管从2000年—2009年间有大约5 000家对冲基金倒闭，尽管它们没有一家让纳税人救援，但长期资本管理公司就是一个警告，虽然它的破产没有动用公共资金，但还是引起了美联储的担心，并积极帮它寻找下家。

对冲基金要到多大才需要监管呢？不幸的是，没有一个简单的答案。对冲基金倒闭的系统性后果取决于倒闭发生的时机。长期资本管理公司在整个体系引起巨大反响，要求美联储干预的部分原因是因为它发生在俄罗斯违约后市场已经开始恐慌的时候。相反，不凋花基金公司倒闭没有对系统产生很大影响的部分原因是它发生在华尔街可以轻松吸纳资金的时候。不过，尽管不可能事先知道某一对冲基金的倒闭会不会引起政府干预，但其答案可以由三个主要线索而得知：**它的资本规模、它运用杠杆效应的程度以及它从事的交易所在市场的类型。**

> 就拿长期资本管理公司来说。第一个问题：资本规模的大小，看上去不具有威胁性。它的资本规模不到50亿美元，不及不凋花基金公司的一半。然而，第二个因素给出了很多危险信号。长期资本管理公司的负债率是25倍，这意味着它的突然崩溃会造成价值1 200亿美元的头寸在市场中抛售，而基金的衍生交易会引发另外12 000亿美元的抛售。最后，有些长期资本管理公司从事的交易所在的市场神秘莫测，又缺乏流动性，因此长期资本管理公司的抛售可能导致它们的流动性完全消失。

对这些因素综合考虑使美联储的彼得·费舍尔介入长期资本管理公司的危机中。其教训就是：截至1998年，考虑到俄罗斯违约后的恐慌以及涉及非流动性市场等情况，1 200亿美元的投资组合外加巨额的衍生交易，这已经大到足以引起监管当局的关注。

现在再来看看 2006—2008 年间的一些例子。就不凋花基金公司来说，这三项指标已经正确预测到基金的倒闭不会导致什么问题。它有 90 亿美元的资金，规模不小，但也不算非常大。它的负债率正常，所以整个投资组合规模小于长期资本管理公司。而且其导致灾难的天然气交易几乎全在交易所进行，这意味着它们可以轻而易举地清仓。总之，这三项指标都没有给出危险信号，所以不凋花基金公司的倒闭上了报纸的头版头条，却没有给金融系统带来太多的震荡也不足为怪。同样，这三项指标也表明第二年索务资本管理公司的倒闭也不会导致什么问题——一家 30 亿美元的资产规模、负债率也在正常区域的基金小到可以随意倒闭，尤其是它的头寸集中在流动性相对较强的公司债券市场。

这期间两个最具启发性的教训来自于 2007 年的量型基金风波和一年之后大本营投资集团的差点倒闭。

> 两者的前两项指标都给出了危险信号。总体来说，量型基金涉及错误策略的资产至少达到 1 000 亿美元，加上 8 倍的杠杆效应，导致了一个至少 8 000 亿美元的超大的投资组合。同样，大本营投资集团的资产约为 130 亿美元，加上 11 倍的杠杆效应，投资组合达到 1 450 亿美元，还不包括衍生交易。然而，事实证明，尽管他们的持仓量都大得让人担心，但量型基金和大本营投资集团都没有对整个系统造成显著影响，因为它们的第三项指标没有任何问题。

量型基金只在流动性非常强的市场交易，所以当危机发生的时候，它们可以迅速地降低负债率。大本营投资集团有很多与其他公司的场外交易，本来是有可能很难退出的，但大本营投资集团因为持有这些流动性差的头寸，而煞费苦心地锁定了中长期借款，与这部分头寸相匹配，它像长期资本管理公司尝试的那样管理流动性，但更加成功。通过用不会很快被抽回的贷款匹配不能很快出售的资产，大本营投资集团避免了陷入被迫在缺乏流动性的市场出售而带来的死循环。从中得出的教训是：**超过一定水平的投资组合可能引起监管机构的注意，但如果监管机构对其管理良好的流动性感到满意，就应该任其自由发展。**

这些经验暗示了各个层次应有的监管反应。首先，**当对冲基金公司建立的杠杆性资产总额超过一定量——比如说 1 200 亿美元时，监管机构就需要对其衍生交易规模和流动性管理进行仔细考察。**当然，这个基准的选择有些主观，但

考虑到自从长期资本管理公司用其 1 200 亿美元的投资组合引起麻烦以来，市场已有长足发展，将分界线设置在这个水平似乎比较谨慎。其次，**当对冲基金的总资产超过一定量——比如说 2 000 亿美元时，它就要面对第二个层次的监督，包括检查其负债率**。而且，如果那些棘手的风险加权资产的计算结果显示其资本缺乏缓冲余地，那么该基金将需要补充一些资金。同样，这似乎是一个谨慎的分界线：资产达到 2 000 亿美元的时候，对冲基金仍大大小于像贝尔斯登之类的小投资银行。截至 2006 年，贝尔斯登拥有 3 500 亿美元的资产。最后，**如果对冲基金上市，其管理风险的能力会减弱，公司应该得到监管机构更多、更频繁的监管。**

这个三层的监督制度使几乎所有的对冲基金都免于监管。截至 2009 年 1 月，就全世界范围来说，《机构投资者》杂志只列出了 39 只资产规模超过 100 亿美元的对冲基金。其他大约 9 000 只对冲基金只占有这个行业一半多一点的资产，除非极高的负债率使其规模超过 1 200 亿美元，否则，就可以不用担心它们，没有必要让这 9 000 只基金在政府机构注册，也没有必要费时间对它们进行监管——除非它们涉嫌内部交易或违反了其他规定。因为没有遵从成本，绝大多数的小型对冲基金可以自由发展和繁荣，有望分担一些目前由“大而不倒”的大公司所管理的风险。与此同时，那些规模大得足以给金融系统带来风险的少数对冲基金将有不同的对待方式。它们将被当做投资银行一样对待，因为它们本身就和投资银行差不多。

1949 年，当阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯成立自己的对冲基金时，后来发展为现代投资银行的老牌商业银行既没有全球化，也没有上市。

> 像高盛、摩根士丹利以及雷曼兄弟之类的公司都是以灵活运用合作伙伴资本的私人形式起家，就像如今的对冲基金一样。开始，它们严格地控制风险，不拿别人的钱投机，而是用自己的钱投机，而且它们大多不受管制。

然而，在接下来的半个世纪，投资银行都公开出售自己的股份，并在世界各地开设办事处，与其说是因为遍布各地的上市公司是更好的控制金融风险的平台，不如说是因为给这些公司的领导人带来的回报不可抗拒。每一家上市的投资银行都瞬间给其合作伙伴带来数百万美元的财富，他们将缺乏流动性的所

有权股份换成了流动性高的股票。而每一个新市场的扩张都带来了拿着股东的资金冒险的机会，如果冒险成功获利，还可以收取 50% 的绩效费。成为上市公司的欲望使投资银行冒更大的风险，直到最后它们为此付出代价。当高盛和摩根士丹利在 2008 年成为银行控股公司时，它们承认，只有美联储资助它们，它们才能抵御上市所带来的后果而幸存下来。

如今，对冲基金成为了新的商业银行，就像半个世纪前的高盛和摩根士丹利。它们对风险的控制同样严格，也同样不必监管。但诱使老牌商业银行上市的因素同样也会诱使某些对冲基金争取上市，目前，有些已经上市，而且毫无疑问还会有更多。当这种情况发生时，对冲基金将给金融系统带来风险，而它们过去没有带来这种风险时，却被人冤枉。**华尔街在前进，贪婪和风险总是与我们如影随形。**



附录

老虎基金创造了超额利润吗

从1980年5月成立以来到1998年8月其巅峰时期，朱利安·罗伯逊的老虎基金扣除费用后，获得了平均每年31.7%的回报率，比标准普尔500指数的年回报率高出12.7%。将1999年和2000年的崩溃算在内，平均回报率大约每年26%，仍然很可观。在老虎基金的投资决策主要由罗伯逊掌控的21年中，基金有17年上涨。鉴于老虎基金主要用的是选股，而这是个学术研究表明不可能有持续的优秀表现的领域，这个数字非常引人注目。

罗伯逊靠的会不会只是运气呢？根据概率，如果1 000人掷硬币21次，会有4个人得到17次或更多的正面，和罗伯逊的表现一样。这也意味着，有99.6%的可能表明罗伯逊的表现反映了他的真本事。但是，根据巴菲特在第5章所述的观点，有一种方式来测试罗伯逊的纪录出现的这0.4%的可能性是不是侥幸。如果曾为罗伯逊工作过的基金经理继续表现良好，就表明他们从罗伯逊身上学到了东西，而罗伯逊的投资业绩也可以毫无疑问地归于其技能。

为了进行这项测试，我求助于亨尼斯集团（Hennessee Group），该集团自1987年以来一直收集对冲基金的数据——没有哪只对冲基金的数据库是完美的，因为所有数据都依靠其自愿的报告。在36只由2000年以前为罗伯逊工作过的人运作的对冲基金中，亨尼斯集团有其中一半基金的月数据（老虎基金员工的对冲基金和“老虎基金提供创业资本的基金”不同，后者指的是自2000年以来从罗伯逊那里得到原始资本的基金）。亨尼斯集团的数据包括两个破产的基金，

所以不存在混淆对冲基金业绩统计资料的“存活者偏差”。而且因为老虎基金员工的对冲基金倾向于投资股票，而不是流动性较差的贷款或不在交易所交易的衍生工具——后者的结果有可能进行调整，以反映迅速、纯粹的价格变动。因为所有的价格变动都被反映出来，所以最大限度地减少了因为对冲基金很少将投资组合根据市场计价所带来的“平滑偏差”。

亨尼斯集团没有把受到罗伯逊影响的人作为一个整体考察过，但亨尼斯集团的副总裁塞缪尔·诺维尔（Samuel Norvell）同意为我制做老虎基金员工的对冲基金指数[1]表，结果放在附录的末尾（见表I—1，I—2，I—3）。

> 第一个令人吃惊的发现是：老虎指数上涨了很多。2000—2008年间，它每年的回报率为11.9%，这还是包括2008年下跌20%时对业绩的影响在内的数据。老虎的回报率比标准普尔500指数高出很多，在此期间，后者平均每年下跌5.3%。它也高于亨尼斯的普通对冲基金指数（每年仅增长4.8%）和多空股权投资型对冲基金指数（平均每年增长4.4%），这个指数和老虎员工们的风格一致。

老虎指数的骄人业绩表明，罗伯逊有将某种优势传授给他的门徒，这也就是说，他在1980—2000年间的回报率靠的是技能，而不是单纯的运气。但这不是唯一的理由。可以想象，老虎基金员工的基金可能通过冒额外的风险实现高收益，如果是这样，就没有什么了不起。要感谢诺贝尔奖获得者威廉·夏普为我们提供了一个对此进行测试的方法：用那些基金的回报率除以其波动，可以得到夏普比率为1.42，也就是说，风险调整后的回报大大高于任何基准，例如，亨尼斯的一般对冲基金指数的夏普比率仅为0.59。这种比较使人们不得不相信老虎基金的员工从罗伯逊那里学到了东西。

我们试着先不接受这个结论。对冲基金可以像资金不足的保险公司一样，操纵夏普比率。例如，基金可以卖出针对市场极度波动保险的期权，保险人可以数月甚至数年从这些期权收取保费，取得稳定的、超出市场的回报。但总有一天，市场的极度波动会出现，那时基金就会破产。从理论上讲，不道德的对冲基金经理可能故意利用这种隐藏的风险，寄希望于可能数年都不会出现的极度波动，让他们在此期间变得富有。但老虎的结果显示运用这种战略的可能性

---

[1] 后文简称老虎指数。——译者注

微乎其微。首先，卖出期权不是老虎投资的主要形式，而且老虎基金对那些类似于出售保险的交易也不内行。其次，亨尼斯的数据所涵盖的期间包括了2008年年底，而那个时期市场极度波动，资金不足的类保险型基金面临倒闭（实际上，有些确实倒闭了）。[①] 因此，老虎员工基金的高夏普比率是真正技能的证明，而不是狡猾的出售保险的产物。

只是为了好玩，我们再试想一下：将老虎指数视为巴菲特的掷硬币比赛。2000—2008年间，老虎基金员工108个月中有79个月收益为正，而标准普尔500指数有62个月收益为正，老虎基金员工的表现要好一些，靠运气如此频繁地战胜市场指数的概率为7.43%。因此，掷硬币实验显示，有12/13的可能表明老虎指数中的基金反映了实际技能，也就是超额利润。

要确定超额利润是一件很难的事，而且不完美的数据只能给出不完美的结论。但是，大量证据充分证明，罗伯逊和他的门徒都有真本事，即使他们是在一个号称超额利润不可能实现的领域内投资。

表I—1　2000—2008年业绩数据——亨尼斯老虎指数（部分指标）

	年复回报率	年方差	夏普比率	年老虎超额利润（相对于基准）	相关系数(与基准)
老虎指数	11.89%	7.42%	1.42	–	–
对冲基金指数	4.78%	6.66%	0.59	8.95%	0.54
多空股票指数	4.44%	7.76%	0.47	9.95%	0.46
国际指数	7.63%	7.83%	0.85	6.55%	0.72
标准普尔500指数	–5.26%	15.20%	–0.34	12.79%	0.26

表I—2　2000—2008年业绩数据——亨尼斯老虎指数（部分指标）

	月份数		正月份数所占百分比	最大连续亏损				1 000美元价值（成立时投入）
	正	负		%	月数	高峰	低谷	
老虎指数	79	29	73%	–19.85	12	12/2007	12/2008	2 749
对冲基金指数	70	38	65%	–20.87	13	10/2007	11/2008	1 523

① 老虎指数在2008年的最后4个月内下降了14.8%，这比下降了29.6%的市场指数情况好得多。——译者注

续前表

	月份数		正月份数所占百分比	最大连续亏损				1 000美元价值（成立时投入）
	正	负		%	月数	高峰	低谷	
多空股票指数	67	41	62%	− 19.74	13	10/2007	11/2008	1 478
国际指数	75	33	69%	− 24.48	13	10/2007	11/2008	1 938
标准普尔500指数	59	49	55%	− 46.28	25	08/2000	09/2002	615

表 I—3　历史业绩数据　单位：%

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年
2008年	−4.81	2.81	−2.70	1.89	2.17	−2.15	−1.62	−1.40	−11.51	−2.55	−0.79	−0.42	−19.85
2007年	1.21	0.74	2.31	1.84	3.48	0.81	2.61	−0.35	3.75	6.86	0.36	1.91	28.47
2006年	4.17	0.33	2.56	1.01	−3.45	−0.49	−0.77	0.85	0.06	2.50	3.10	0.77	10.92
2005年	1.91	2.01	−0.47	−0.63	1.69	2.16	1.54	−0.58	2.23	−0.41	2.77	3.54	16.84
2004年	2.15	1.10	1.15	−0.33	−1.30	−1.11	−1.47	−0.02	2.13	1.84	1.34	1.59	7.20
2003年	−0.08	0.54	0.24	1.42	1.08	1.78	1.00	1.67	0.40	2.64	0.49	0.65	12.46
2002年	1.59	0.90	−0.31	1.28	1.43	−1.19	−1.21	1.24	0.73	0.40	−0.79	1.81	5.96
2001年	−0.50	4.32	2.44	−0.18	2.36	3.18	0.39	2.73	2.04	0.38	0.13	2.26	21.26
2000年	0.92	0.61	2.58	1.54	2.20	1.97	1.73	2.49	3.38	3.79	4.51	3.21	33.00



弹指一挥间，我在金融业已有十年的时间。翻译这本书的时候，我在美国也有四年了，原本以为翻译会比较轻松，但真正译起来，才体会到其中的辛苦。我常常是通读一段，然后反复斟酌。每天翻译几页，集腋成裘，终于完成了这本书。

这本书里的人物，大家或多或少都有所耳闻。本书的独到之处，就是完整地讲述了对冲基金行业中巨星的成长、辉煌以及淡出历史舞台的经历。江山代有才人出，各领风骚几十年。本书作者广泛搜集各方面资料，来还原这些行业巨星在当时的情况下，如何巧妙地运用不同的方法来窥破市场的玄机，从而在与市场博弈的过程中获取最大的收益。

在经济全球化的今天，中国市场作为世界市场的一个重要部分，很多金融产品和运作方式都需要得到发展和完善，对冲基金就是其中之一。在中国，对冲基金还不是一个为人所熟知的行业，甚至曾一度被视为洪水猛兽；但在美国，这个行业已经产生和发展了很长一段时间。本书给我们提供了一个了解美国对冲基金行业的窗口。他们的经验，对我们来说有着借鉴作用。一方面，本书有助于我们了解美国对冲基金的发展过程，它通过深入地讲述几位大家的成长经历，勾勒出美国对冲基金整个行业的发展历程。另一方面，本书有助于我们了解对冲基金玩家。在对冲基金的博弈中，我们面对的不仅仅是市场，还有市场后面千千万万的玩家。不同玩家对市场的反应，使得本来就复杂的市场更加变

化莫测。这种变化令人振奋，也令人沮丧。正是因为有变化，才使得这种不确定性中有新的机会；同时也是因为变化，才使得机会总是稍纵即逝，令人扼腕。这对我们了解别人的思路，了解市场运作的方式都有所帮助。虽然我们不可能两次遇到完全一样的市场情形，但是，历史往往非常的相似。从 20 世纪 30 年代的大萧条，到 2007 开始的金融危机；从 1992 年的狙击英镑，到希腊的货币危机，都印证了这一点。因此，不论你是决策者，还是投资者，也不论你是金融行业的捍卫者，还是乱中取胜的投机者，相信都能从这本书中有所收获。

在这里，我要感谢我的丈夫朱先春博士，在翻译过程中，他给了我莫大的支持，我们探讨了一些句子的翻译；还有我的父母，他们给了我很大的鼓励，他们的支持永远是我前进的动力。另外，佘振芳、刘利、徐华、刘莉、刘馨、王华以及蒋建文等都对本书翻译提供了帮助，在此对他们表示诚挚的感谢。

由于本人水平有限，译文仍有不足之处。但是千里之行，始于足下。一本书的翻译，只有更好，没有最好。所以，若有不足之处，恳请各位读者批评，以便我能继续提高改进。

最后，祝大家阅读愉快。



More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite by Sebastian Mallaby.

ISBN 978-1-59420-255-1

First published by The Penguin Press, a member of Penguin Group (USA) Inc.



著作权合同登记号
图字：01-2010-3077

巴曙松

国务院发展研究中心金融研究所副所长、中国银行业协会首席经济学家

本书跨越了更长的历史，包含了众多传奇对冲基金经理的故事。作为一名研究者，在饕餮这些精彩故事之余，我更加关心的是对冲基金行业背后发展的轨迹，以及这一产业对全球及中国金融市场的作用。

滕　泰

民生证券副总裁、首席经济学家

虽然饱受诟病，却在金融市场上到处斩获财富；虽然有进攻性，却成为2008年金融危机中避险最成功的幸存者！虽然只有60多年的历史，却早已成为全球金融市场一支独特的、不可忽视的力量！对于正在走向开放的中国金融市场，以及迫切需要开拓全球化视野的中国金融业人士来说，认识对冲基金的历史、学习对冲基金的运作手段、掌握对冲基金的投资艺术，具有非常重要的现实意义！

刘　震

易方达基金管理有限公司 指数与量化投资部总经理

马拉比在书中对对冲基金的起源、历史、经典案例，目前的监管困扰及在整个金融体系的重要作用，做了一个生动、完整、客观、精辟的阐述。2010年是中国对冲基金的元年，希望本书的出版能够提高中国资本市场对对冲基金的认知，同时也为中国资产管理行业的发展提供参考和借鉴。

罗杰·洛温斯坦

畅销书《巴菲特传》作者

马拉比以轻松的语气讲述了对冲基金行业一系列神奇的人物，他提出了一个非正统却令人信服的结论：对冲基金资金如此庞大，它们很可能是当今社会承担风险的最好工具。

格里高利·曼昆

哈佛大学终身教授，《经济学原理》、《宏观经济学》作者

马拉比关于对冲基金的历史写得很好，充满睿智，取材得当。

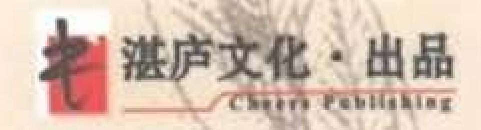
《华尔街日报》

现在，对冲基金已经改变了金融结构，并将继续改变金融结构。马拉比对相关金融理论有敏锐的洞察力，他对这个鲜为人知的行业做了最全面、最权威的描述。

《经济学人》

本书是对冲基金英雄的深入研究史，讲述了一个又一个关于这个神秘群体的扣人心弦、引人入胜的故事。他们开创了一个成功且灵活的行业，没有他们，金融业仍将是因循守旧的。

上架指导：对冲基金史/金融史





ISBN 978-7-300-13065-1

定价：59.80元